

公司研究

老庙亚一净增门店 429 家，餐饮业务发展迅速

——豫园股份（600655.SH）2023 年年报点评

要点

公司 2023 年营收同比增长 15.83%，归母净利润同比减少 45.00%

3月21日，公司公布2023年年报：2023年实现营业收入581.47亿元，同比增长15.83%，实现归母净利润20.24亿元，折合成全面摊薄EPS为0.52元，同比减少45.00%，实现扣非归母净利润-4.51亿元，上年同期为1.62亿元，转盈为亏。**单季度拆分来看**，4Q2023实现营业收入185.99亿元，同比增长16.39%，实现归母净利润-2.11亿元，（上年同期为28.99亿元，转盈为亏），折合成全面摊薄EPS为-0.05元，实现扣非归母净利润-2.98亿元，上年同期为-1.98亿元，亏损额度同比扩大。

公司 2023 年综合毛利率下降 3.60 个百分点，期间费用率下降 2.85 个百分点

2023年公司综合毛利率为14.11%，同比下降3.60个百分点。单季度拆分来看，4Q2023年公司综合毛利率为15.37%，同比下降3.55个百分点。

2023年公司期间费用率为13.54%，同比下降2.85个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为5.29%/5.51%/2.61%/0.14%，同比分别变化-0.37/-1.78/-0.55/-0.15个百分点。4Q2023年公司期间费用率为11.77%，同比下降3.05个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为4.20%/5.61%/1.91%/0.05%，同比分别变化-0.72/-2.36/+0.37/-0.35个百分点。

2023 年老庙亚一净增门店 429 家，房地产业务结转收入 136 亿元

2023年公司“老庙”和“亚一”品牌门店净增429家，截至2023年末，公司“老庙”和“亚一”品牌门店4,994家，松鹤楼门店185家、童涵春堂门店39家、AHAVA门店30家。2023年公司松鹤楼营收同比增幅超过100%，豫园商城内圈实现GMV约26亿元。房地产方面，2023年公司房地产共计实现销售金额105.27亿元，销售面积77.15万平方米，实现结转收入金额135.58亿元，结转面积62.38万平方米，截止2023年末待结转面积61.32万平方米。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司业绩低于我们此前预期，主要是由于房地产业务收入结转进程低于我们此前预期，鉴于未来房地产市场仍有一定不确定性，我们下调对公司2024/2025年归母净利润的预测4%/3%至27.68/30.71亿元，新增对公司2026年归母净利润的预测33.75亿元。公司产业运营板块发展较为稳健，核心物业具有较强区位优势，维持“买入”评级。

风险提示：业务协同发展效果不及预期，市场竞争加剧，地产政策调控不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	50,118	58,147	64,913	71,041	77,076
营业收入增长率	-1.85%	16.02%	11.64%	9.44%	8.50%
净利润（百万元）	3,826	2,024	2,768	3,071	3,375
净利润增长率	-0.90%	-47.10%	36.78%	10.94%	9.88%
EPS（元）	0.98	0.52	0.71	0.79	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.72%	5.57%	7.22%	7.63%	7.98%
P/E	7	13	9	8	8
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-03-21，2022年股本为39亿股，2023年变为38.96亿股

买入（维持）

当前价：6.64元

作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

分析师：田然

执业证书编号：S0930523050001
021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	38.96
总市值(亿元):	258.70
一年最低/最高(元):	5.84/8.02
近3月换手率:	24.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.29	-0.24	-2.67
绝对	0.30	7.27	-8.35

资料来源：Wind

相关研报

老庙亚一净增门店 327 家，产业运营板块温和复苏——豫园股份（600655.SH）2023 年半年报点评（2023-08-23）

线下网点有序拓展，消费业务复苏进程顺利 ——豫园股份（600655.SH）2023 年一季报点评（2023-04-30）

黄金珠宝业务表现亮眼，期待其他业务 2023 年复苏——豫园股份（600655.SH）2022 年年报点评（2023-03-24）

表 1：公司 2023 年主营业务分行业情况

分行业	营业收入 (元)	营业成本 (元)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)
产业运营	41,694,049,675.01	36,679,192,004.65	7.94	10.19
其中：珠宝时尚	36,726,694,358.04	33,722,572,973.53	11.05	11.56
其中：餐饮管理与服务	1,420,957,713.55	469,397,431.22	119.75	99.33
其中：食品、百货及工艺品	1,539,304,958.23	1,338,796,953.63	35.33	31.45
其中：医药健康及其他	497,109,251.65	385,174,865.72	31.21	25.31
其中：化妆品	451,491,581.23	148,834,052.31	6.82	-12.01
其中：时尚表业	722,123,780.38	483,840,956.10	7.6	7.57
其中：其他经营管理服务	276,982,955.23	95,365,278.11	-44.17	-37.5
其中：酒业	59,385,076.70	35,209,494.03	-96.7	-95.15
商业综合运营与物业综合服务	2,894,612,904.27	1,666,300,580.42	17.79	-2.17
其中：商业综合及物业综合服务	1,951,327,213.11	1,382,481,610.29	8.88	-6.9
其中：度假村	943,285,691.16	283,818,970.13	41.81	29.95
物业开发与销售	13,558,258,311.07	11,595,088,343.38	48.72	83.49
合计	58,146,920,890.35	49,940,580,928.45	15.83	20.9

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 2：公司 2023 年主营业务分地区情况

分地区	营业收入 (元)	营业成本 (元)	营业收入同比增减 (%)	营业成本同比增减 (%)
国内				
上海	44,942,574,472.87	39,208,644,731.28	30.65	26.13
北京	1,434,030,264.46	1,088,805,809.97	225.62	559.02
四川	928,445,270.06	794,149,636.15	15.23	23.64
陕西	285,384,641.14	390,273,487.10	-23.24	25
江苏	5,041,968,920.49	4,258,710,229.15	-19.16	-1.4
浙江	396,019,277.24	353,545,592.90	-51.4	-54.41
海南	42,361,902.34	29,723,489.56	-54.89	177.59
湖南	138,764,957.43	208,828,099.54	14.72	58.75
湖北	485,433,254.18	543,837,733.52	-55.07	-34.62
福建	185,970,562.17	159,203,510.10	-42.03	-44.04
天津	1,347,468,077.45	1,262,154,403.37	269.4	333.36
安徽	110,997,910.80	1,787,520.51	-62.27	-99.24
甘肃	1,335,624.21	899,376.55	-99.91	-99.87
重庆	233,507,226.52	253,502,165.45	215.95	235.53
山东	1,106,622,299.31	845,723,632.63	-13.53	-6.57
云南	13,147,806.77	10,183,804.70	-41.74	-43.19
广东	379,075,867.14	321,686,274.74	29.01	133.37
其他	196,864,375.89	158,423,237.89	-68.65	-69.84
国外				
日本	932,817,061.61	280,757,675.98	40.24	28.54
比利时	17,328,436.55	8,214,319.39	-51.3	-55.35
印度	203,575,371.79	27,480,933.49	-51.57	-50.44
以色列	204,175,216.13	73,674,213.89	7.03	2.23
美国	143,469,034.54	53,154,300.25	-26.96	-40.95
法国	39,806,082.27	14,390,690.14	-40.04	-54.29
其他	114,063,786.39	64,991,281.28	-33.47	65.36

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	50,118	58,147	64,913	71,041	77,076
营业成本	41,161	49,941	54,981	59,970	64,844
折旧和摊销	719	576	547	556	566
税金及附加	1,122	710	792	867	941
销售费用	2,835	3,074	3,375	3,694	4,008
管理费用	3,629	3,202	3,505	3,836	4,162
研发费用	146	83	91	99	108
财务费用	1,546	1,515	1,558	1,570	1,553
投资收益	5,589	2,980	3,000	3,000	3,000
营业利润	5,921	2,337	3,978	4,382	4,787
利润总额	5,944	2,314	3,958	4,362	4,767
所得税	2,007	496	989	1,090	1,192
净利润	3,937	1,818	2,968	3,271	3,575
少数股东损益	111	-206	200	200	200
归属母公司净利润	3,826	2,024	2,768	3,071	3,375
EPS(元)	0.98	0.52	0.71	0.79	0.87

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-90	4,747	1,292	1,491	1,588
净利润	3,826	2,024	2,768	3,071	3,375
折旧摊销	719	576	547	556	566
净营运资金增加	-691	586	2,027	2,031	2,213
其他	-3,944	1,561	-4,050	-4,168	-4,567
投资活动产生现金流	5,096	2,656	2,740	2,715	2,740
净资本支出	-551	-643	-250	-250	-250
长期投资变化	919	1,414	0	0	0
其他资产变化	4,727	1,886	2,990	2,965	2,990
融资活动现金流	-9,523	-9,124	-869	-3,041	-3,181
股本变化	10	-4	0	0	0
债务净变化	-1,814	-5,282	1,429	-284	-320
无息负债变化	859	903	4,002	3,338	3,516
净现金流	-4,515	-1,779	3,163	1,164	1,147

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	17.9%	14.1%	15.3%	15.6%	15.9%
EBITDA 率	4.5%	4.1%	4.4%	4.8%	4.9%
EBIT 率	2.8%	2.8%	3.5%	4.0%	4.2%
税前净利润率	11.9%	4.0%	6.1%	6.1%	6.2%
归母净利润率	7.6%	3.5%	4.3%	4.3%	4.4%
ROA	3.1%	1.5%	2.3%	2.4%	2.5%
ROE (摊薄)	10.7%	5.6%	7.2%	7.6%	8.0%
经营性 ROIC	1.9%	2.8%	3.5%	4.3%	4.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	69%	68%	68%	68%	68%
流动比率	1.34	1.25	1.27	1.29	1.31
速动比率	0.49	0.52	0.54	0.54	0.53
归母权益/有息债务	0.80	0.92	0.94	0.99	1.05
有形资产/有息债务	2.71	2.97	3.05	3.20	3.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	128,373	124,045	131,704	136,842	142,305
货币资金	10,845	9,171	12,334	13,498	14,645
交易性金融资产	1,851	1,579	1,579	1,579	1,579
应收账款	1,975	1,984	2,224	2,434	2,641
应收票据	8	6	6	7	8
其他应收款 (合计)	1,730	1,468	1,627	1,780	1,931
存货	50,569	43,087	47,333	51,074	55,266
其他流动资产	12,268	15,715	15,715	15,715	15,715
流动资产合计	80,114	74,273	82,179	87,548	93,277
其他权益工具	614	371	371	371	371
长期股权投资	13,422	14,836	14,836	14,836	14,836
固定资产	3,270	3,992	3,633	3,280	2,928
在建工程	171	188	246	290	322
无形资产	1,896	1,552	1,571	1,589	1,607
商誉	1,558	1,494	1,494	1,494	1,494
其他非流动资产	1,072	63	63	63	63
非流动资产合计	48,259	49,772	49,525	49,294	49,027
总负债	88,764	84,385	89,816	92,870	96,066
短期借款	6,836	10,131	11,560	11,275	10,956
应付账款	8,189	9,223	10,996	12,594	14,266
应付票据	59	912	1,004	1,095	1,185
预收账款	45	95	65	71	77
其他流动负债	1,097	1,144	1,144	1,144	1,144
流动负债合计	59,716	59,484	64,915	67,968	71,165
长期借款	23,758	18,938	18,938	18,938	18,938
应付债券	1,150	201	201	201	201
其他非流动负债	184	2,153	2,153	2,153	2,153
非流动负债合计	29,048	24,901	24,901	24,901	24,901
股东权益	39,610	39,660	41,888	43,972	46,239
股本	3,900	3,896	3,896	3,896	3,896
公积金	11,044	11,040	11,040	11,040	11,040
未分配利润	19,938	20,441	22,469	24,353	26,420
归属母公司权益	35,675	36,327	38,355	40,239	42,306
少数股东权益	3,935	3,333	3,533	3,733	3,933

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	5.66%	5.29%	5.20%	5.20%	5.20%
管理费用率	7.24%	5.51%	5.40%	5.40%	5.40%
财务费用率	3.09%	2.61%	2.40%	2.21%	2.01%
研发费用率	0.29%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
所得税率	34%	21%	25%	25%	25%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.35	0.19	0.30	0.34	0.37
每股经营现金流	-0.02	1.22	0.33	0.38	0.41
每股净资产	9.15	9.32	9.84	10.33	10.86
每股销售收入	12.85	14.92	16.66	18.23	19.78

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	7	13	9	8	8
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	18.6	15.5	12.2	10.1	9.1
股息率	5.3%	2.9%	4.6%	5.1%	5.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP