

并购重组加速多元业态协同发展

——豫园股份（600655）2018 年报点评

2019 年 04 月 01 日

推荐/首次

豫园股份 | 财报点评

投资要点：

■ **事件：**上海豫园旅游商城股份有限公司发布《2018 年年度报告》，2018 年全年实现营收 337.77 亿元，同比增长 7.20%；营业利润 46.32 亿元，同比增长 7.79%；归属上市公司股东的净利润 30.21 亿元，同比增长 4.67%。其中 Q4 实现营业收入 139.35 亿元，同比增长 291.73%；Q4 实现营业利润 29.73 亿元，同比减少 10.04%；Q4 实现归属于上市公司股东净利润 17.31 亿元，同比增长 674.34%。公司全年业绩符合预期。

■ **黄金饰品主业营收同比增长 14.66%，各业态加速收购市场竞争力提升。黄金饰品主营业务收入维持增速，高于社零限额以上珠宝行业表现 7.26pct。**截至 2018 年底，公司黄金饰品线下门店达 2090 家。珠宝饰品业态拥有老庙黄金和亚一珠宝两个品牌，公司通过对品牌的升维和降维，加强产品差异化，确立品牌和市场定位，扩大市场覆盖力。**各业态收购兼并并行各业态表现亮眼。**2018 年公司在珠宝、餐饮、旅游业务进行并购，先后收购比利时 IGI、松鹤楼、日本星野酒店。并购重组后对公司主营业务增长有显著带动。其中黄金主业完成对 IGI80%股权收购，对公司主营珠宝进一步拓展市场有重要意义。一方面，IGI 公司位于比利时全球钻石主要交易场所，对全球钻石咨询拥有独特优势。另一方面，IGI 在印度钻石切割市场有重要地位，公司加强对钻石切割市场源头控制能力。并购重组带动公司度假村/餐饮/租赁收入增速，2018 年营收同比增长 41.3%/15.41%/11.96%。

■ **公司坚定发展“1+1+1”模式，快乐时尚品牌再出发。**

公司拥有众多老字号品牌。一方面，公司通过产品迭代升级和品牌优化升级。产品以市场需求出发不断拓展产品线，其中，黄金饰品、医药业态分别以流行五运文化和以市场健康养生需求出发生产滋补养生新品。另一方面，公司收购复星体系，多业态协同发展。报告期公司完成复星体系 20 家公司收购，商业地产的进入为公司快乐时尚战略发展提供实体平台。进一步加速“产业运营+产业投资”进程。

■ **盈利预测与投资评级：**

我们维持公司业绩预期，预计公司 19/20/21 年豫园股份实现收入 420/430/525 亿元，增速 24.4%/2.38%/22.0%，同期实现净利润 35.61/38.0/44.22 亿，同比增速 4.06%/6.70%/16.36%，EPS 为 0.92/0.98/1.14，对应 PE 为 10.68/10.01/8.6。首次覆盖，给与“推荐”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧，业务协同不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	17,111.2	33,777.2	42,019.0	43,019.0	52,490.0
增长率（%）	9.39%	97.40%	24.40%	2.38%	22.02%
净利润（百万元）	657.74	3,422.29	3,561.31	3,800.04	4,421.90
增长率（%）	47.73%	420.31%	4.06%	6.70%	16.36%
净资产收益率（%）	6.32%	10.53%	12.18%	12.26%	13.39%
每股收益（元）	1.50	6.45	0.92	0.98	1.14
PE	6.55	1.52	10.68	10.01	8.60
PB	1.27	1.33	1.30	1.23	1.15

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52 周股价区间（元）	9.8-10.22
总市值（亿元）	380.34
流通市值（亿元）	140.86
总股本/流通 A 股（万股）	388106/143732
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.49

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	7167	58001	70507	46643	55350	营业收入	17111	33777	42019	43019	52490
货币资金	2440	19813	24476	0	0	营业成本	14371	25089	31211	31954	38989
应收账款	217	1195	1487	1581	2002	营业税金及附加	225	1637	2456	2515	3068
其他应收款	99	495	616	631	770	营业费用	749	1208	1502	1538	1877
预付款项	330	395	476	559	661	管理费用	971	1542	1918	1964	2396
存货	3074	30806	37467	37834	45629	财务费用	339	377	153	-50	225
其他流动资产	442	3983	4858	4911	5163	资产减值损失	-3.59	-39.99	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	16949	27253	25111	24894	24676	公允价值变动收益	-83.92	-158.44	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4182	7295	7295	7295	7295	投资净收益	434.76	784.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	1907.44	#####	#####	1497.27	1278.42	营业利润	818	4632	4775	5096	5931
无形资产	513	547	0	0	1	营业外收入	60.67	143.43	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	615	615	615	615	营业外支出	9.26	177.38	0.00	0.00	0.00
资产总计	24116	85254	95618	71537	80026	利润总额	869	4598	4785	5106	5941
流动负债合计	7011	36099	49562	65155	102282	所得税	211	1176	1224	1306	1519
短期借款	2500	3160	3132	0	13352	净利润	658	3422	3561	3800	4422
应付账款	396	4075	4207	4745	6323	少数股东损益	-43	402	0	0	0
预收款项	318	14598	32362	50548	72739	归属母公司净利润	700	3021	3561	3800	4422
一年内到期的	563	3199	3199	3199	3199	EBITDA	1821	5779	5170	5289	6402
非流动负债合计	5712	16981	12239	12249	12343	EPS (元)	1.50	6.45	0.92	0.98	1.14
长期借款	3084	8879	8879	8879	8879	主要财务比率					
应付债券	0	2000	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	12723	53080	61800	77403	114625	成长能力					
少数股东权益	308	3475	3475	3475	3475	营业收入增长	9.39%	97.40%	24.40%	2.38%	22.02%
实收资本(或股	1437	3881	3881	3881	3881	营业利润增长	69.75%	466.42%	3.08%	6.72%	16.40%
资本公积	983	11150	11150	11150	11150	归属于母公司净利	17.90%	6.70%	17.90%	6.70%	16.36%
未分配利润	6404	11203	11240	11280	11327	获利能力					
归属母公司股	11085	28699	29240	30993	33034	毛利率(%)	16.02%	25.72%	25.72%	25.72%	25.72%
负债和所有者	24116	85254	95618	112975	152237	净利率(%)	3.84%	10.13%	8.48%	8.83%	8.42%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.90%	3.54%	3.72%	5.31%	5.53%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	6.32%	10.53%	12.18%	12.26%	13.39%
经营活动现金	1113	7577	7549	22190	19964	偿债能力					
净利润	658	3422	3561	3800	4422	资产负债率(%)	53%	62%	65%	69%	75%
折旧摊销	664.24	768.98	0.00	228.43	230.68	流动比率	1.02	1.61	1.42	0.72	0.54
财务费用	339	377	153	-50	225	速动比率	0.58	0.75	0.67	0.14	0.10
应收账款减少	0	0	-292	-94	-420	营运能力					
预收账款增加	0	0	17764	18187	22191	总资产周转率	0.72	0.62	0.46	0.41	0.40
投资活动现金	-531	-2285	1439	-14	-15	应收账款周转率	76	48	31	28	29
公允价值变动	-84	-158	0	0	0	应付账款周转率	40.84	15.11	10.15	9.61	9.48
长期股权投资	0	0	1268	0	0	每股指标(元)					
投资收益	435	785	0	0	0	每股收益(最新摊	1.50	6.45	0.92	0.98	1.14
筹资活动现金	-37	2740	-4154	-5118	10840	每股净现金流(最	0.38	2.07	1.25	4.40	7.93
应付债券增加	0	0	-2000	0	0	每股净资产(最新	7.71	7.39	7.53	7.99	8.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2444	0	0	0	P/E	6.55	1.52	10.68	10.01	8.60
资本公积增加	64	10167	0	0	0	P/B	1.27	1.33	1.30	1.23	1.15
现金净增加额	545	8032	4834	17058	30789	EV/EBITDA	9.77	6.14	5.56	9.48	9.91

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。