

商业贸易

2019年04月30日

豫园股份 (600655)

——一季报超预期，时尚珠宝主业焕新颜

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (上调)

投资要点：

市场数据：2019年04月29日

收盘价(元)	9.29
一年内最高/最低(元)	10.65/6.05
市净率	1.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	13353
上证指数/深证成指	3062.46/9621.56

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	7.66
资产负债率%	63.42
总股本/流通A股(百万)	3881/1437
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
王昊哲 A0230519010002
wanghz@swsresearch.com

研究支持

王昊哲 A0230519010002
wanghz@swsresearch.com

联系人

夏旭
(8621)23297818×66500571
xiaxu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 公司2019年Q1营收增长39.22%，归母净利润增长141.67%，增速超预期。全部按照调整后口径，公司2019年Q1实现营收81.06亿元，其中，珠宝时尚业务同比增长8.85%，物业开发与销售业务同比增长821.01%；实现归母净利润4.02亿元，同比增长141.67%，“蜂巢”板块全年并表带来增速超预期。加盟商网点梳理基本完成，2019年Q1公司持续拓展黄金珠宝连锁门店，新增门店183家，其中新增直营店4家，新增加盟店179家。
- 分业态看，物业开发与销售业务实现高增，拉动营收与利润实现较快增长。珠宝时尚产业是公司的核心业务，在2018年Q1高基数的前提下，2019年Q1调整期依旧实现营收53.40亿元，同比增长8.85%，维持稳定增速，随着公司对“老庙”及“亚一”品牌的重新定位，珠宝时尚业务有望在未来几年随着加盟商的下沉开店快速爆发。物业开发与销售2019年Q1实现营收18.92亿元，同比增长821.01%，毛利率为22.99%，相较于珠宝时尚的6.69%，对短期利润增长贡献明显。
- 2019年Q1净利率同比提升2.10pct，盈利能力大幅提升。2019年Q1公司毛利率18.06%（同比提升1.75pct），净利率4.96%（同比提升2.10pct），销售费用率3.47%，管理费用率6.48%，销售+管理费用率改善0.68pct，财务费用率2.66%（同比提升0.76pct），三费同比提升0.08pct，基本维持不变，公司净利率的大幅提升主要是由于毛利率的改善。
- 依据18年年报数据更新测算得出公司价值安全边际区间在410到456亿元。黄金珠宝板块参考主业为黄金且净利率可比的同行上市公司，参考历史P/E为13到25倍，估值水平38到73亿元左右；餐饮板块参考全聚德估值水平，参考3年历史可比P/E为25到50倍，板块估值水平约8到17亿元；豫园内圈等商业自有物业10万平方米，其中1/3物业面积在16年变更为投资性房地产，假设其全部为一楼沿街商铺，参考房天下18年挂牌信息，沿街商铺均价约7万元，二楼及以上均价4万元，豫园内圈估值在50亿元上下；董涵春堂参考A股连锁药房上市公司18年平均PS1.70，可比估值约5.66亿元。招金矿业当前市值约50亿。18年注入的“蜂巢”资产包仍在业绩承诺期，按照约220亿元。星野度假村对标滑雪度假村VAIL RESORT的4.9倍PS，对应40亿元。
- 维持盈利预测，主业重整后焕新颜，给予“买入”评级。预计公司19-21年归母净利润35.72/42.21/50.16亿元，对应PE为10/9/7倍，预期19年起公司核心主业将出现直观改善，预计公司消费时尚板块整体贡献净利润约8亿元，地产板块约27亿元，采取分部估值计算，给予消费板块整体25倍PE，给予地产板块8.6倍PE（参考可比公司新城控股18TTM），对应股价11.13元，较目前较目前股价有20%的空间，由“增持”上调至“买入”评级。
- 风险提示：核心主业竞争加剧、国际金价波动、业务多元化带来的管理风险等。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,777	8,106	40,309	47,444	55,948
同比增长率(%)	97.4	43.6	19.3	17.7	17.9
净利润(百万元)	3,021	402	3,572	4,221	5,016
同比增长率(%)	331.4	84.3	18.3	18.2	18.8
每股收益(元/股)	0.78	0.10	0.92	1.09	1.29
毛利率(%)	25.7	18.1	25.8	26.0	26.2
ROE(%)	10.5	1.4	11.0	11.5	12.0
市盈率	12	10	9	7	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,643	17,111	33,777	40,309	47,444	55,948
营业收入同比增长率 (yoy)	-10.87%	9.39%	97.40%	19.30	17.70	17.90
减: 营业成本	13,178	14,371	25,089	29,907	35,124	41,299
毛利率 (%)	15.76%	16.02%	25.72%	25.80%	26.00%	26.20%
减: 税金及附加	171	225	1,637	1,915	2,277	2,686
主营业务利润	2,294	2,515	7,051	8,487	10,043	11,963
主营业务利润率 (%)	14.67%	14.70%	20.88%	21.06%	21.17%	21.38%
减: 销售费用	713	749	1,208	1,846	2,182	2,596
减: 管理费用	1,000	971	1,542	2,157	2,562	3,044
减: 财务费用	116	339	377	773	985	1,109
经营性利润	465	456	3,924	5,001	4,743	5,214
经营性利润同比增长率 (yoy)	11.83%	-1.82%	759.81%	27.45%	-5.16%	9.94%
经营性利润率 (%)	2.97%	2.67%	11.62%	12.41%	10.00%	9.32%
减: 资产减值损失	4	-4	-40	-7	-4	-5
加: 投资收益及其他	-173	435	785	1,169	1,423	1,678
营业利润	482	818	4,632	5,071	5,949	7,137
加: 营业外净收入	235	51	-34	169	199	237
利润总额	716	869	4,598	5,240	6,148	7,374
减: 所得税	271	211	1,176	1,193	1,366	1,691
净利润	445	658	3,422	4,047	4,782	5,683
少数股东损益	-34	-43	402	475	561	667
归属于母公司所有者的净利润	479	700	3,021	3,572	4,221	5,016
净利润同比增长率 (yoy)	-40.68%	46.24%	331.38%	18.26%	18.16%	18.83%
全面摊薄总股本	1,437	1,437	3,881	3,881	3,881	3,881
每股收益 (元)	0.33	0.49	0.86	0.92	1.09	1.29
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.06%	4.09%	8.94%	18.30%	18.20%	18.80%
ROE	4.53%	6.32%	10.53%	11.00%	11.50%	12.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 / 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

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。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。