

豫园股份 (600655)

证券研究报告

2018年04月18日

增资浙江复逸剑指以色列化妆品品牌 AHAVA, 进一步完善快乐时尚战略版图!

公司发行股份引入复星集团“蜂巢城市”资源的重组方案已获有条件通过, 各项事宜正常推进, 目前正等待证监会批文。4月10号公告拟以自有资金1亿人民币增资浙江复逸, 进而持有其15.28%股权。浙江复逸持有以色列化妆品品牌公司 AHAVA 100% 股权。本次公司对浙江复逸增资1亿主要用于以色列化妆品品牌 AHAVA 在中国市场运营拓展, 涉及其扩张中国业务所需流动资金及新开展实体店等。公司与浙江复逸控股股东均为复星高科, 实控人均均为郭广昌, 本次投资构成关联交易。

浙江复逸: 复星高科在国内化妆品业务运营的主要平台。旗下 AHAVA 是全球公认的以色列国宝级化妆品品牌, 以色列著名旅游纪念品之一; 该品牌拥有27年历史, 是唯一在死海边设立工厂的化妆品公司, 嫁接死海旅游资源, 拥有开发死海的宝贵优势。AHAVA 具备较强的研发实力, 拥有10个高科技专利, 是死海化妆品行业的龙头。其产品线完整, 分为“脸部护理”、“身体护理”、“死海植物护理”以及“男士护理”4大类, 10条产品线, 92款单品, 在27个国家和地区销售。截至2017年末, AHAVA 公司总资产2.74亿, 净资产1.37亿; 2017年营业收入3.79亿、净利润1025万(公告)。

重组引入“蜂巢城市”资源, 公司正式升级复星旗下快乐、时尚旗舰平台; 本次投资浙江复逸间接持有 AHAVA, 是公司发展战略的具体体现, 进一步获取服务中国新生代消费阶层的优质资源, 丰富、充实快乐时尚版图。AHAVA 进入中国市场, 将与公司现有资源产生协同, 充分迎合中产阶级消费崛起, 带来增量收益。公司未来: ①原产业(珠宝、餐饮、百货等)继续强化, 稳健增长; ②新资产提供外延增量, 强化盈利能力。

投资建议: 假设“蜂巢城市”资产2018年并表, 公司股本变更为40.27亿, 按照业绩承诺并考虑未来围绕文旅板块外延并购, 预计2018-19年净利润分别为30/40亿, 对应EPS分别为0.75/0.99元; 若暂不考虑本次交易, 公司商业主体部分不断优化, 未来围绕快乐时尚主题, 不断丰富体内资产, 故上调盈利预测, 预计公司2018-19年净利润自8.3/9.85亿上调为9.35/12.20亿, EPS自0.58/0.69上调为0.65/0.85元, 当前股价对应PE分别为16x/12x。

风险提示: 资产重组存在不确定性; 原主业增长不达预期。

投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.90元
目标价格	13.21元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,437.32
流通A股股本(百万股)	1,437.32
A股总市值(百万元)	14,229.49
流通A股市值(百万元)	14,229.49
每股净资产(元)	7.71
资产负债率(%)	52.76
一年内最高/最低(元)	12.45/9.00

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
吴晓楠	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517050001	
wuxiaonan@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《豫园股份-首次覆盖报告: 引入“蜂巢城市”复合功能核心资产, 战略升级复星旗下“快乐、时尚”旗舰型平台!》
2017-11-13

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15,643.05	17,111.25	19,164.60	22,230.93	25,565.57
增长率(%)	(10.87)	9.39	12.00	16.00	15.00
EBITDA(百万元)	780.87	1,311.32	1,489.44	1,792.17	2,012.48
净利润(百万元)	478.84	700.24	934.69	1,219.96	1,395.63
增长率(%)	(40.68)	46.24	33.48	30.52	14.40
EPS(元/股)	0.33	0.49	0.65	0.85	0.97
市盈率(P/E)	31.13	21.29	15.95	12.22	10.68
市净率(P/B)	1.41	1.34	1.44	1.31	1.18
市销率(P/S)	0.95	0.87	0.78	0.67	0.58
EV/EBITDA	12.59	6.76	7.51	4.57	4.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,915.51	2,440.40	1,533.17	1,778.47	2,045.25	营业收入	15,643.05	17,111.25	19,164.60	22,230.93	25,565.57
应收账款	335.10	316.11	352.29	(207.01)	(238.06)	营业成本	13,177.65	14,370.71	16,040.77	18,551.71	21,308.90
预付账款	422.75	329.85	510.17	503.20	628.75	营业税金及附加	171.12	225.40	228.67	267.10	316.33
存货	3,253.58	3,073.83	4,773.59	4,481.51	5,984.36	营业费用	712.78	749.34	804.91	900.35	1,048.19
其他	1,081.87	1,006.89	891.21	993.32	963.81	管理费用	1,000.31	970.76	1,054.05	1,211.59	1,367.76
流动资产合计	7,008.81	7,167.09	8,060.42	7,549.50	9,384.10	财务费用	116.35	338.64	331.34	309.39	265.38
长期股权投资	3,847.87	4,181.95	4,181.95	4,181.95	4,181.95	资产减值损失	3.82	(3.59)	0.50	0.25	(0.95)
固定资产	1,404.68	1,907.44	1,866.60	1,842.85	1,816.37	公允价值变动收益	193.39	(83.92)	26.35	(12.71)	(0.31)
在建工程	48.03	17.35	46.41	75.84	75.51	投资净收益	(172.67)	434.76	345.00	420.00	400.00
无形资产	536.49	513.25	502.62	491.99	481.37	其他	(41.45)	(708.66)	(742.69)	(814.58)	(799.38)
其他	10,333.10	10,328.61	10,414.04	10,296.09	10,297.54	营业利润	481.76	817.80	1,075.70	1,397.84	1,659.65
非流动资产合计	16,170.18	16,948.60	17,011.62	16,888.73	16,852.73	营业外收入	254.35	60.67	130.30	148.44	113.13
资产总计	23,178.98	24,115.69	25,072.04	24,438.23	26,236.83	营业外支出	19.71	9.26	12.31	13.76	11.78
短期借款	1,680.00	2,500.00	4,185.30	2,944.08	4,082.68	利润总额	716.41	869.20	1,193.68	1,532.52	1,761.01
应付账款	1,352.07	1,471.43	1,235.26	2,182.16	1,720.39	所得税	271.19	211.46	298.42	383.13	440.25
其他	4,088.89	3,039.17	3,711.62	3,735.57	3,560.17	净利润	445.22	657.74	895.26	1,149.39	1,320.76
流动负债合计	7,120.96	7,010.60	9,132.18	8,861.82	9,363.23	少数股东损益	(33.62)	(42.51)	(39.43)	(70.57)	(74.87)
长期借款	2,902.71	3,083.57	3,239.74	1,700.00	1,817.51	归属于母公司净利润	478.84	700.24	934.69	1,219.96	1,395.63
应付债券	500.00	0.00	333.33	277.78	203.70	每股收益(元)	0.33	0.49	0.65	0.85	0.97
其他	1,717.28	2,628.64	1,743.58	2,029.83	2,134.02						
非流动负债合计	5,119.99	5,712.20	5,316.66	4,007.61	4,155.23						
负债合计	12,240.95	12,722.81	14,448.84	12,869.43	13,518.47						
少数股东权益	366.37	308.13	268.70	198.13	123.25	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1,437.32	1,437.32	1,437.32	1,437.32	1,437.32	成长能力					
资本公积	919.16	982.91	982.91	982.91	982.91	营业收入	-10.87%	9.39%	12.00%	16.00%	15.00%
留存收益	7,547.13	8,170.32	8,917.18	9,933.35	11,157.79	营业利润	-46.39%	69.75%	31.54%	29.95%	18.73%
其他	668.06	494.20	(982.91)	(982.91)	(982.91)	归属于母公司净利润	-40.68%	46.24%	33.48%	30.52%	14.40%
股东权益合计	10,938.04	11,392.88	10,623.20	11,568.80	12,718.36	获利能力					
负债和股东权益总	23,178.98	24,115.69	25,072.04	24,438.23	26,236.83	毛利率	15.76%	16.02%	16.30%	16.55%	16.65%
						净利率	3.06%	4.09%	4.88%	5.49%	5.46%
						ROE	4.53%	6.32%	9.03%	10.73%	11.08%
						ROIC	4.31%	17.53%	23.38%	17.55%	27.72%
						偿债能力					
						资产负债率	52.81%	52.76%	57.63%	52.66%	51.52%
						净负债率	21.43%	32.20%	38.93%	34.54%	39.86%
						流动比率	0.98	1.02	0.88	0.85	1.00
						速动比率	0.53	0.58	0.36	0.35	0.36
						营运能力					
						应收账款周转率	52.82	52.55	57.35	306.04	-114.89
						存货周转率	4.19	5.41	4.88	4.80	4.89
						总资产周转率	0.78	0.72	0.78	0.90	1.01
						每股指标(元)					
						每股收益	0.33	0.49	0.65	0.85	0.97
						每股经营现金流	0.28	0.77	-1.32	2.32	-0.49
						每股净资产	7.36	7.71	7.20	7.91	8.76
						估值比率					
						市盈率	31.13	21.29	15.95	12.22	10.68
						市净率	1.41	1.34	1.44	1.31	1.18
						EV/EBITDA	12.59	6.76	7.51	4.57	4.49
						EV/EBIT	16.44	7.71	7.95	4.80	4.69

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com