

2019年05月09日

豫园股份 (600655.SH)

## 业绩增速符合预期，产业协同和好产品打造推动 19Q1 业绩增长

- **事件：**公司发布 19 年一季度报告：营业收入 81.06 亿/+39.22%；营业成本 66.42 亿/+36.30%；毛利 18.06%/+1.75pct；业绩增速符合预期。
- **珠宝时尚蓄势待发，餐饮、度假村业务表现突出：**（1）**珠宝时尚业务：**19Q1 实现营业收入 53.40 亿/+8.85%；营业成本 49.58 亿/+9.39%；毛利率 6.69%/-0.36pct；营收增加主要系 ①公司持续扩大连锁网点规模，并根据区域市场情况对经营网点进行调整所致，截止 2019 年 3 月末，豫园珠宝时尚连锁网点达到 2273 家，其中 185 个直营网点，2088 家加盟店。②公司 19 年完成收购 IGI 项目，带来本期国外其他地区收入增加促进营收增量；珠宝时尚业务占总营业收入比例 65.88%；19 年公司在老庙品牌下沉加速+亚一品牌新面貌起航推动下，时尚珠宝业务有望迎来加速发展，并塑造好品牌、打造好产品持续优化产业链。（2）**度假村业务：**19Q1 实现营业收入 3.71 亿/+19.38%；营业成本 0.51 亿/+5.50%；毛利率 86.37%/+1.79pct；度假村业务占总营业收入比例 4.58%。（3）**餐饮业务：**19Q1 实现营业收入 1.96 亿/+38.57%；营业成本 0.64 亿/+30.42%；毛利率 67.13%/+2.06pct；主要系公司 18 年 8 月完成收购苏州松鹤楼项目带动多老字号的品牌联动。餐饮业务占总营业收入比例 2.42%；（4）**医药业务：**19Q1 实现营业收入 0.85 亿/-9.2%；营业成本 0.69/-6.01%；毛利率 18.38%/-2.77pct；医药业务占总营业收入比例 1.04%。
- **管理优化+发展整合+产业链延伸，促进公司 19 年毛利率增长 1.74pct：**①公司 19Q1 毛利 18.06%/+1.75pct，毛利率上升主要系公司管理层高度优化和产业链完善整合带来的运营效率提升所致；②销售费用率为 3.47%/-0.51pct，费率下降或主要为公司销售网络整合，减除耗费较大的经销网点所致；③管理费用率为 6.48%/-0.17pct，或主要系公司物业开发项目交付转结、并购等业务规模扩大引起管理费用较上年同期增加而公司营业总收入增长相较更强势所致；④财务费用率为 2.66%/+0.76pct，系外币汇率波动引起汇兑损益变动和融资费用较上年同期增加所致。
- **核心逻辑：**18 年资产重组落地，好产品+产业协同推动百年珠宝老字号成长焕发新生。①公司珠宝时尚业务 19 年展店提速+餐饮业务菜品品类扩大+旅游业务发展稳健向好+时尚地标业务 3 年业绩承

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级 **买入-A**

维持评级

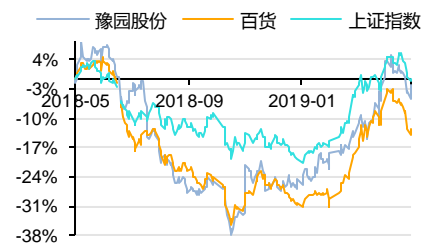
6 个月目标价：**12.80 元**

股价 (2019-05-08) **8.81 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	34,192.17
流通市值 (百万元)	12,662.81
总股本 (百万股)	3,881.06
流通股本 (百万股)	1,437.32
12 个月价格区间	6.09/10.52 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.17	-0.4	-5.5
绝对收益	-11.99	10.13	-13.96

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

### 相关报告

豫园股份：快乐时尚蓄势

待发，老字号焕发新生/刘 2019-04-14

文正

诺，助力公司整体业绩良性增长。②复星集团 18 年 7 月二次增持公司实现绝对控股，大股东资源倾斜助力公司扩大资本运作空间，协助公司有效梳理管理体制和体系，助力公司多元业态下消费客户获取及网点设置的协同效应，为企业管理机制增加弹性。③多次股权激励绑定核心高管，行权条件绑定 2018-22 年公司业绩复合增速不低于 12%，有望对公司未来 3 年业绩稳健增长实现良好绑定。

- **投资建议：**“买入-A”评级。公司经 18 年整合调整后，2019-22 年在珠宝餐饮业务驱动+股权激励绑定+地产业务对赌驱动下，未来 3 年业绩增速中枢有望实现上移。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 34.5 亿元、39.5 亿元、44.8 亿，增速+14.3%/+14.3%/+13.6%。给予目标价 12.80 元。
- **风险提示：**珠宝市场景气度下滑，黄金价格大幅波动，行业竞争加剧，加盟渠道拓展进度不及预期的风险，居民消费能力减弱。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	17,111.2	33,777.2	40,143.7	44,430.9	49,534.3
净利润	700.2	3,020.7	3,451.7	3,944.3	4,482.2
每股收益(元)	0.18	0.78	0.89	1.02	1.15
每股净资产(元)	2.86	7.39	7.93	8.75	9.74

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	53.2	12.3	10.8	9.4	8.3
市净率(倍)	3.4	1.3	1.2	1.1	1.0
净利润率	4.1%	8.9%	8.6%	8.9%	9.0%
净资产收益率	6.3%	10.5%	11.2%	11.6%	11.9%
股息收益率	0.6%	0.0%	1.9%	1.8%	1.5%
ROIC	17.5%	82.6%	36.8%	11.4%	-3326.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	17,111.2	33,777.2	40,143.7	44,430.9	49,534.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	14,370.7	25,089.5	31,748.4	34,692.5	38,583.0	营业收入增长率	9.4%	97.4%	18.8%	10.7%	11.5%
营业税费	225.4	1,636.6	273.0	222.2	247.7	营业利润增长率	69.8%	466.4%	-1.2%	17.6%	12.1%
销售费用	749.3	1,207.5	1,003.6	1,599.5	2,080.4	净利润增长率	46.2%	331.4%	14.3%	14.3%	13.6%
管理费用	970.8	1,542.1	1,224.4	2,043.8	2,575.8	EBITDA 增长率	67.9%	296.8%	10.6%	7.5%	3.2%
财务费用	338.6	377.4	941.9	568.9	118.9	EBIT 增长率	92.2%	332.2%	11.1%	7.8%	3.4%
资产减值损失	-3.6	-40.0	1.0	0.8	2.0	NOPLAT 增长率	135.4%	326.1%	25.8%	0.2%	0.5%
加:公允价值变动收益	-83.9	-158.4	-390.0	62.6	88.3	投资资本增长率	-9.6%	182.6%	223.1%	-100.3%	-23667.3
投资和汇兑收益	434.8	784.9	15.5	16.5	17.3	净资产增长率	4.2%	182.4%	7.9%	10.0%	10.5%
<b>营业利润</b>	817.8	4,632.2	4,577.0	5,382.3	6,032.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	51.4	-34.0	12.0	15.4	15.8	毛利率	16.0%	25.7%	20.9%	21.9%	22.1%
<b>利润总额</b>	869.2	4,598.2	4,589.0	5,397.7	6,047.8	营业利润率	4.8%	13.7%	11.4%	12.1%	12.2%
减:所得税	211.5	1,175.9	688.8	1,133.5	1,403.1	净利润率	4.1%	8.9%	8.6%	8.9%	9.0%
<b>净利润</b>	700.2	3,020.7	3,451.7	3,944.3	4,482.2	EBITDA/营业收入	7.7%	15.4%	14.3%	13.9%	12.9%
						EBIT/营业收入	6.7%	14.7%	13.7%	13.4%	12.4%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	35	20	16	13	10
						流动营业资本周转天数	9	46	192	115	80
						流动资产周转天数	149	347	474	342	314
						应收帐款周转天数	7	11	79	81	41
						存货周转天数	67	181	250	121	140
						总资产周转天数	498	583	715	555	504
						投资资本周转天数	100	92	242	166	121
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	6.3%	10.5%	11.2%	11.6%	11.9%
						ROA	2.7%	4.0%	5.3%	6.8%	6.1%
						ROIC	17.5%	82.6%	36.8%	11.4%	-3326.7
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	4.4%	3.6%	2.5%	3.6%	4.2%
						管理费用率	5.7%	4.6%	3.1%	4.6%	5.2%
						财务费用率	2.0%	1.1%	2.3%	1.3%	0.2%
						三费/营业收入	12.0%	9.3%	7.9%	9.5%	9.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	52.8%	62.3%	53.2%	39.3%	44.3%
						负债权益比	111.7%	165.0%	113.6%	64.8%	79.7%
						流动比率	1.02	1.61	2.06	1.86	2.57
						速动比率	0.58	0.75	0.98	1.61	0.83
						利息保障倍数	3.39	13.16	5.86	10.46	51.72
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.06	-	0.18	0.17	0.14
						分红比率	30.8%	0.0%	20.3%	17.0%	12.4%
						股息收益率	0.6%	0.0%	1.9%	1.8%	1.5%

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	657.7	3,422.3	3,451.7	3,944.3	4,482.2
加:折旧和摊销	183.6	265.4	235.4	235.4	235.4
资产减值准备	-3.6	10.7	-	-	-
公允价值变动损失	83.9	159.7	-390.0	62.6	88.3
财务费用	341.4	526.1	941.9	568.9	118.9
投资损失	-434.9	-748.8	-15.5	-16.5	-17.3
少数股东损益	-42.5	401.6	448.5	319.8	162.6
营运资金的变动	1,242.6	6,180.4	-27,631.0	40,961.5	-34,032.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,113.1	7,577.4	-22,959.0	46,076.0	-28,962.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-530.6	-2,285.3	274.4	44.7	-87.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	-37.2	2,740.4	6,083.7	-24,768.5	8,598.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.18	0.78	0.89	1.02	1.15
BVPS(元)	2.86	7.39	7.93	8.75	9.74
PE(X)	53.2	12.3	10.8	9.4	8.3
PB(X)	3.4	1.3	1.2	1.1	1.0
P/FCF	55.8	5.4	-2.2	1.7	-1.9
P/S	2.2	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.8	2.3	8.2	0.4	5.0
CAGR(%)	86.5%	10.7%	106.1%	86.5%	10.7%
PEG	0.6	1.2	0.1	0.1	0.8
ROIC/WACC	2.1	10.0	4.5	1.4	-404.4
REP	0.9	0.1	0.3	-13.3	-0.0

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034