

豫园股份 (600655)

证券研究报告
2019年05月13日

19Q1 营收同比增长 39.22%，并购重组开启业绩新引擎

事件

公司 2019 Q1 营收 81.06 亿，同比增长 39.22% (较上年调整前同比增长 43.61%)；归母净利润 4.02 亿，同比增长 141.67% (较上年调整前同比增长 84.27%)。

点评

①**营收**：公司 2019Q1 实现营收为 81.06 亿元，同比增长 39.22%，主要系珠宝时尚业务营业收入增长及物业开发项目交付。①**分行业**：公司收入主要来自珠宝时尚和物业开发与销售两大业务。珠宝时尚营收为 53.40 亿元，同比增长 8.85%，占比 65.88%；物业开发与销售营收 18.92 亿元，同比增长 821.01%，占比 23.35%，增长最为强劲。此外，度假村营收为 3.71 亿元，同比增长 19.38%，占比 4.58%，占比上升；医药营收为 8453 万元，同比下降 9.20%，占比 1.04%，医药业务下滑程度最大。②**分地区**：公司中国大陆收入 77.35 亿元，占比 95.42%；国外收入 3.71 亿元，占比 4.58%。

②**毛利率**：公司 2019Q1 毛利率为 18.06%，同比增加 1.75pct，主要系公司增加了较高毛利率的物业开发与销售业务，拉高公司整体毛利率。珠宝时尚毛利率为 6.69%，略有下滑；物业开发与销售业务毛利率为 22.99%。

③**期间费用**：公司 2019 Q1 期间费用率为 12.61%，增加 0.08pct。销售费用率：公司 2019Q1 销售费用为 2.81 亿元，同比增长 21.32%；销售费用率为 3.47%，同比下降 0.51pct，主要系主营业务收入增长。管理费用率：公司 2019Q1 管理费用为 3.87 亿元，同比增长 35.64%，主要系报告期内公司因并购等业务规模扩大引起管理费用较上年同期增加。管理费用率为 6.48%，同比下降 0.17pct。财务费用率：公司 2019Q1 财务费用为 2.16 亿元，同比增加 94.93%；财务费用率为 2.66%，同比增加 0.76pct，主要系报告期内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。

④**归母净利**：公司 2019Q1 归母净利润 4.02 亿，较上年调整后同比增长 141.67%，主要系公司营业收入的增长及毛利率的提高。

⑤**关键经营指标**：2019Q1 黄金饰品门店数开店超预期：公司以直营零售、批发为主要经营模式拓展珠宝时尚连锁网络。截至 2019 年 Q1 末，黄金珠宝连锁网点达到 2273 家，其中 185 个直营网点，2088 家加盟店。黄金采购、生产及销售情况：公司 2019Q1 黄金采购量/生产量/销售量分别为 18,537.46 千克/16,253.90 千克/19,192.61 千克，铂金采购量/生产量/销售量分别为 73.13 千克/23.8 千克/105.47 千克。

盈利预测与估值

公司围绕“快乐、时尚”理念，以“产业运营+产业投资”双经营方式，构建产业集群。珠宝时尚业务稳健增长；物业开发与销售业务拓展新增长点，并与商旅文板块构成协同；度假村业务高速增长，或成未来业绩新引擎。综合预计 2019-2021 年净利润分别为 33/40/40 亿，当前市值对应 10/8/8xPE，维持买入评级。

风险提示：宏观经济增速不达预期，珠宝行业回暖不及预期，协同效应不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,111.25	33,777.20	40,256.74	45,986.89	49,337.37
增长率(%)	9.39	97.40	19.18	14.23	7.29
EBITDA(百万元)	1,311.32	5,203.72	5,023.74	6,014.32	6,131.55
净利润(百万元)	700.24	3,020.74	3,336.69	4,017.08	4,020.20
增长率(%)	46.24	331.38	10.46	20.39	0.08
EPS(元/股)	0.18	0.78	0.86	1.04	1.04
市盈率(P/E)	48.61	11.27	10.20	8.47	8.47
市净率(P/B)	3.07	1.19	1.12	1.01	0.92
市销率(P/S)	1.99	1.01	0.85	0.74	0.69
EV/EBITDA	6.76	2.26	5.52	(0.53)	2.99

资料来源：wind，天风证券研究所

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	8.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,881.06
流通 A 股股本(百万股)	1,437.32
A 股总市值(百万元)	34,036.93
流通 A 股市值(百万元)	12,605.31
每股净资产(元)	7.66
资产负债率(%)	63.42
一年内最高/最低(元)	10.63/6.05

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《豫园股份-年报点评报告:重组并购开启业绩新引擎，协同“快乐+时尚”业务共发展》 2019-04-03
- 《豫园股份-公司点评: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!》 2018-04-18
- 《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

1. 事件

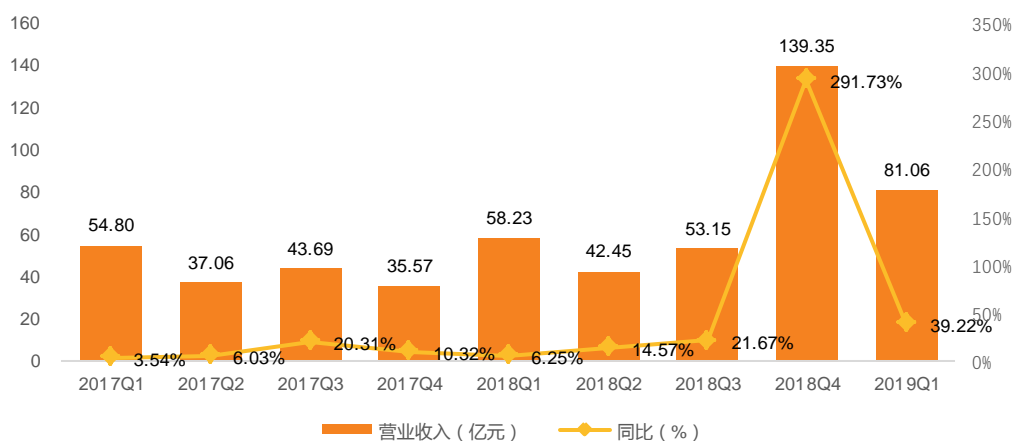
公司 2019 Q1 营收 81.06 亿，同比增长 39.22%（较上年调整前同比增长 43.61%）；归母净利润 4.02 亿，同比增长 141.67%（较上年调整前同比增长 84.27%）。

2. 点评

2.1. 营业收入：珠宝营收增长及物业开发项目交付共同拉动公司营收同比增长 39.22%

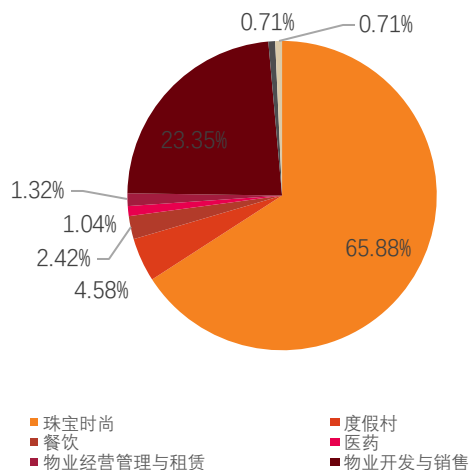
公司 2019Q1 实现营收为 81.06 亿元，同比增长 39.22%，主要系珠宝时尚业务营业收入增长及物业开发项目交付。①分行业：公司收入主要来自珠宝时尚和物业开发与销售两大业务。珠宝时尚营收为 53.40 亿元，同比增长 8.85%，占比 65.88%，为公司主要业务；物业开发与销售营收 18.92 亿元，同比增长 821.01%，占比 23.35%，增长最为强劲。此外，度假村营收为 3.71 亿元，同比增长 19.38%，占比 4.58%，占比上升；医药营收为 8453 万元，同比下降 9.20%，占比 1.04%，医药业务下滑程度最大。②分地区：公司中国大陆收入 77.35 亿元，占比 95.42%；国外收入 3.71 亿元，占比 4.58%。

图 1：公司 2019 年 Q1 实现营收 81.06 亿元，同比增长 39.22%



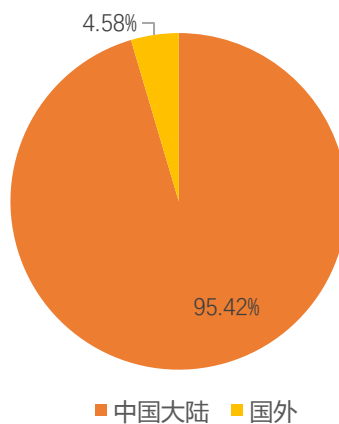
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司 2019 年 Q1 珠宝时尚/物业开发与销售业务收入占比 65.88%/23.35%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司 2019 年 Q1 中国大陆收入占比 95.42%；国外收入占比 4.58%

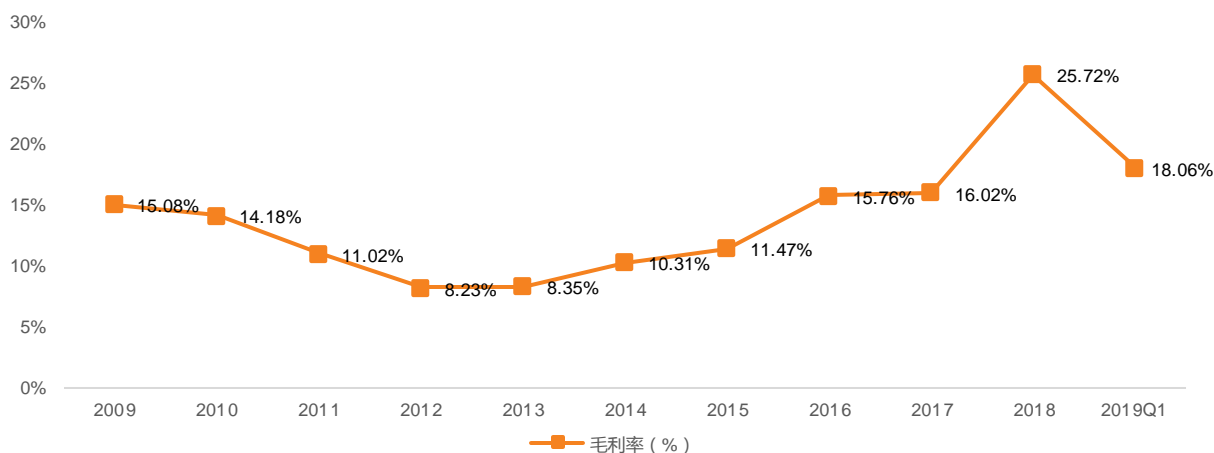


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：物业开发与销售业务提高公司毛利率至 18.06%，同比增加 1.75pct（较去年同期调整后）

公司 2019Q1 毛利率为 18.06%，同比增加 1.75pct，主要系毛利率较高的公司物业开发与销售业务收入增速高，物业开发与销售业务收入占比总收入提升，拉高公司整体毛利率。珠宝时尚毛利率为 6.69%，略有下滑；物业开发与销售业务毛利率为 22.99%。

图 4：公司 2019 Q1 毛利率为 18.06%，同比增加 1.75pct（较去年同期调整后）



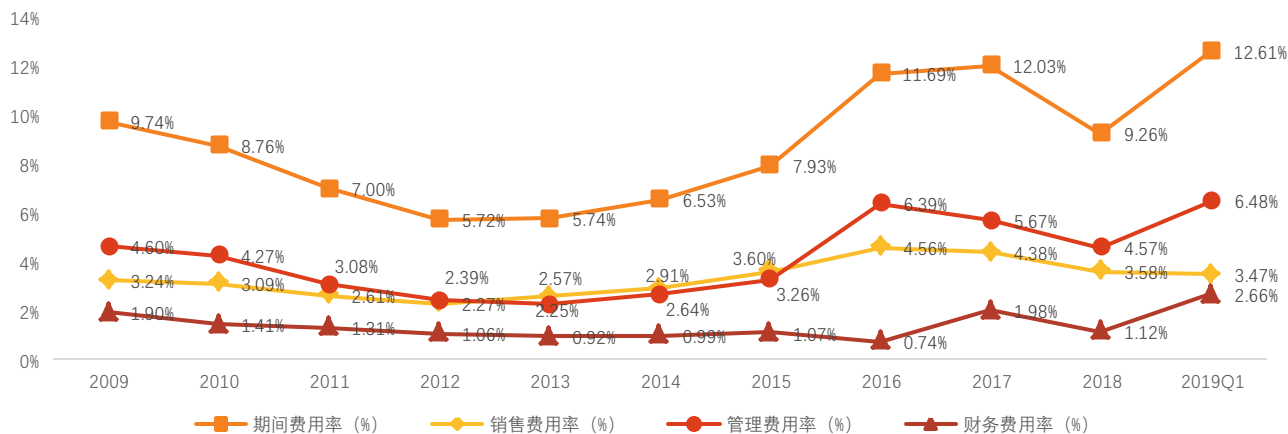
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用：并购&汇率波动&融资费用推动期间费用率增长至 12.61%

公司 2019 Q1 期间费用率为 12.61%，增加 0.08pct（较上年同期调整后）。

- ① **销售费用率**：公司 2019Q1 销售费用为 2.81 亿元，同比增长 21.32%；销售费用率为 3.47%，同比下降 0.51pct，主要系主营业务收入增长。
- ② **管理费用率**：公司 2019Q1 管理费用为 3.87 亿元，同比增长 35.64%，主要系报告期内公司因并购等业务规模扩大引起管理费用较上年同期增加。管理费用率为 6.48%，同比下降 0.17pct。
- ③ **财务费用率**：公司 2019Q1 财务费用为 2.16 亿元，同比增加 94.93%；财务费用率为 2.66%，同比增加 0.76pct，主要系报告期内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。

图 5：销售人员增加&重组并购费用提高公司期间费用率至 12.61%，+0.08pct

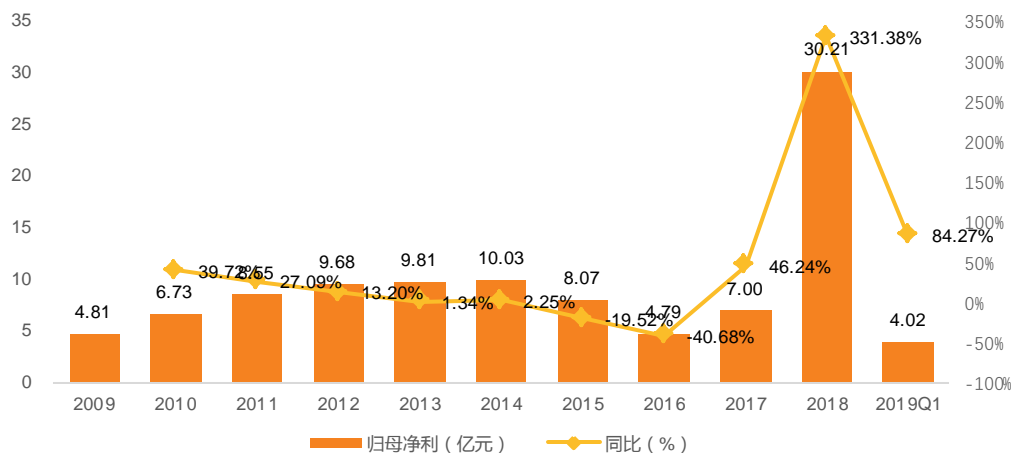


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：公司 2019Q1 归母净利润 4.02 亿，较上年调整前同比增长 84.27%

公司 2019Q1 归母净利润 4.02 亿，较上年调整前同比增长 84.27%，主要系公司营业收入的增长及毛利率的提高。

图 6：公司 2019 年 Q1 归母净利润 4.02 亿，同比增长 84.27%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 关键经营指标

①公司 2019Q1 黄金饰品门店开店数超预期：公司以直营零售、批发为主要经营模式拓展珠宝时尚连锁网络。截至 2019 年 Q1 末，黄金珠宝连锁网点达到 2273 家，其中 185 个直营网点，2088 家加盟店。

图 7：黄金饰品门店数（单位：家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

②黄金采购、生产及销售情况：公司 2019Q1 黄金采购量/生产量/销售量分别为 18,537.46 千克/16,253.90 千克/19,192.61 千克，铂金采购量/生产量/销售量分别为 73.13 千克/23.8 千克/105.47 千克。

表 1：黄金采购、生产及销售情况（单位：千克）

黄金珠宝品种	2019 年第一季度		
	采购量	生产量	销售量
黄金	18,537.46	16,253.90	19,192.61
铂金	73.13	23.8	105.47
合计	18,610.59	16,277.70	19,298.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

公司围绕“快乐、时尚”理念，以“产业运营+产业投资”双经营方式，构建产业集群。珠宝时尚业务稳健增长；物业开发与销售业务拓展新增长点，并与商旅文板块构成协同；度假村业务高速增长，或成未来业绩新引擎。综合预计 2019-2021 年净利润分别为 33/40/40 亿，当前市值对应 10/8/8xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,440.40	19,812.51	7,535.80	38,805.13	17,890.34
应收票据及应收账款	217.31	1,195.44	104.48	(507.08)	(544.02)
预付账款	329.85	395.13	1,017.88	454.46	1,005.73
存货	3,073.83	30,805.60	23,729.05	5,893.04	23,728.26
其他	1,105.69	5,792.81	2,525.69	3,646.18	3,694.88
流动资产合计	7,167.09	58,001.49	34,912.90	48,291.74	45,775.20
长期股权投资	4,181.95	7,294.52	7,294.52	7,294.52	7,294.52
固定资产	1,907.44	1,920.82	1,856.72	1,808.86	1,757.76
在建工程	17.35	22.29	49.38	77.63	76.58
无形资产	513.25	546.73	532.82	518.90	504.98
其他	10,328.61	17,468.27	16,481.09	16,604.22	16,787.52
非流动资产合计	16,948.60	27,252.64	26,214.52	26,304.14	26,421.36
资产总计	24,115.69	85,254.13	61,130.65	74,596.95	72,197.99
短期借款	2,500.00	3,160.00	3,160.00	3,160.00	3,160.00
应付票据及应付账款	396.14	4,094.97	1,460.28	2,380.14	2,394.28
其他	4,114.46	28,844.12	9,608.04	18,061.26	11,161.50
流动负债合计	7,010.60	36,099.09	14,228.32	23,601.40	16,715.78
长期借款	3,083.57	8,879.32	8,879.32	8,879.32	8,879.32
应付债券	0.00	2,000.00	833.33	944.44	1,259.26
其他	2,628.64	6,101.57	3,482.50	4,070.90	4,551.66
非流动负债合计	5,712.20	16,980.89	13,195.15	13,894.66	14,690.23
负债合计	12,722.81	53,079.98	27,423.46	37,496.06	31,406.01
少数股东权益	308.13	3,474.69	3,450.77	3,511.06	3,681.64
股本	1,437.32	3,881.06	3,881.06	3,881.06	3,881.06
资本公积	982.91	11,150.00	11,150.00	11,150.00	11,150.00
留存收益	8,170.32	23,714.96	26,375.36	29,708.76	33,229.28
其他	494.20	(10,046.57)	(11,150.00)	(11,150.00)	(11,150.00)
股东权益合计	11,392.88	32,174.15	33,707.19	37,100.89	40,791.98
负债和股东权益总	24,115.69	85,254.13	61,130.65	74,596.95	72,197.99

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	657.74	3,422.29	3,336.69	4,017.08	4,020.20
折旧摊销	183.60	265.36	110.93	113.52	116.07
财务费用	341.37	526.08	581.49	496.77	450.58
投资损失	(434.94)	(748.82)	(349.00)	(349.00)	(349.00)
营运资金变动	1,108.91	6,255.09	(10,907.74)	27,570.45	(25,475.16)
其它	(743.55)	(2,142.64)	(415.18)	123.89	262.73
经营活动现金流	1,113.13	7,577.36	(7,642.79)	31,972.71	(20,974.57)
资本支出	25.03	375.28	2,679.07	(508.40)	(430.76)
长期投资	334.08	3,112.57	0.00	0.00	0.00
其他	(889.73)	(5,773.12)	(1,699.71)	696.22	553.75
投资活动现金流	(530.62)	(2,285.27)	979.37	187.81	122.99
债权融资	6,146.28	17,237.84	14,317.86	14,719.24	15,424.98
股权融资	(363.92)	11,880.81	(1,663.86)	(475.70)	(429.51)
其他	(5,819.57)	(26,378.26)	(18,267.28)	(15,134.74)	(15,058.68)
筹资活动现金流	(37.21)	2,740.39	(5,613.28)	(891.19)	(63.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	545.30	8,032.48	(12,276.71)	31,269.33	(20,914.79)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,111.25	33,777.20	40,256.74	45,986.89	49,337.37
营业成本	14,370.71	25,089.46	30,192.56	34,490.17	37,003.03
营业税金及附加	225.40	1,636.59	973.73	1,315.43	1,665.05
营业费用	749.34	1,207.54	1,821.62	2,069.41	2,244.85
管理费用	970.76	1,542.07	2,355.02	2,662.64	2,886.24
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	338.64	377.41	581.49	496.77	450.58
资产减值损失	(3.59)	(39.99)	(39.99)	(39.99)	(39.99)
公允价值变动收益	(83.92)	(158.44)	(390.00)	62.57	88.28
投资净收益	434.76	784.89	349.00	349.00	349.00
其他	(708.66)	(1,294.51)	82.00	(823.13)	(874.56)
营业利润	817.80	4,632.18	4,331.31	5,404.03	5,564.90
营业外收入	60.67	143.43	152.81	118.97	138.40
营业外支出	9.26	177.38	68.78	85.14	110.43
利润总额	869.20	4,598.23	4,415.34	5,437.86	5,592.87
所得税	211.46	1,175.94	1,103.84	1,359.47	1,398.22
净利润	657.74	3,422.29	3,311.51	4,078.40	4,194.65
少数股东损益	(42.51)	401.55	(25.18)	61.32	174.45
归属于母公司净利润	700.24	3,020.74	3,336.69	4,017.08	4,020.20
每股收益(元)	0.18	0.78	0.86	1.04	1.04

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.39%	97.40%	19.18%	14.23%	7.29%
营业利润	69.75%	466.42%	-6.50%	24.77%	2.98%
归属于母公司净利润	46.24%	331.38%	10.46%	20.39%	0.08%
获利能力					
毛利率	16.02%	25.72%	25.00%	25.00%	25.00%
净利率	4.09%	8.94%	8.29%	8.74%	8.15%
ROE	6.32%	10.53%	11.03%	11.96%	10.83%
ROIC	17.53%	82.62%	28.89%	17.96%	-145.19%
偿债能力					
资产负债率	52.76%	62.26%	44.86%	50.26%	43.50%
净负债率	32.53%	-4.89%	22.10%	-63.42%	-4.23%
流动比率	1.02	1.61	2.45	2.05	2.74
速动比率	0.58	0.75	0.79	1.80	1.32
营运能力					
应收账款周转率	75.78	47.82	61.94	-228.45	-93.88
存货周转率	5.41	1.99	1.48	3.10	3.33
总资产周转率	0.72	0.62	0.55	0.68	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.78	0.86	1.04	1.04
每股经营现金流	0.29	1.95	-1.97	8.24	-5.40
每股净资产	2.86	7.39	7.80	8.65	9.56
估值比率					
市盈率	48.61	11.27	10.20	8.47	8.47
市净率	3.07	1.19	1.12	1.01	0.92
EV/EBITDA	6.76	2.26	5.52	-0.53	2.99
EV/EBIT	7.71	2.37	5.65	-0.54	3.04

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