

豫园股份 (600655)

证券研究报告

2019年07月26日

豫园股份：拟收购如意情 55.50%股份，落地大食品大餐饮战略

事件

豫园股份或其指定子公司拟以总价格 6.99 亿元收购如意情生物科技股份有限公司 55.50%股权（每股作价 4.96 元，合计 140,894,298 股）。此次收购完成后，豫园股份将成为如意情的控股股东。

收购标的背景

公司定位：如意情是一家主营鲜品食用菌的研发、工厂化培植及销售的企业。

竞争优势：研发技术领先+生产技术先进构建护城河。2017 年 1-6 月研发投入达 842.43 万元，研发费用率 3.31%。凭借多年来技术及资金投入，公司食用菌工厂化不断取得突破，为目前国内最大的工厂化金针菇生产企业之一。生产方面，公司主要技术优势包括：1) 领先的生产工艺。2) 国际先进的生产设施。3) 高品质、高产量产出。

财务情况：营收整体稳定增长，业绩表现波动。FY2014-2018，公司营收 CAGR ~ 14.21%。2018 年，公司营收 6.89 亿元，+12.77%yoy，2019 年 1-4 月营收 2.19 亿元。净利润方面，2015 年转负为正，2018 年 0.73 亿元，略有下滑。毛利率&净利率略有下滑。2015/2016 年公司毛利率分别为 24.34%/23.91%，2018 年略有下滑至 12.64%。2016/2017 年公司净利率分别为 16.12%/17.11%，2018 年略有下滑至 10.61%。

收购意义

豫园股份积极践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，持续打造服务家庭客户的快乐生态系统，逐步形成了面向新兴中产阶层消费者的好产品组合。在餐饮食品领域，公司围绕农业源头、食品饮料、餐饮服务三大体系，持续布局打通产业链、分享行业成长红利。本次收购标的为中国食用菌头部企业之一，有利于公司进一步丰富、充实大食品产业链布局，落地基于“从农场到餐桌”的大食品、大餐饮战略。如意情将与公司现有餐饮食品业务产生良好的协同效应。

盈利预测与估值

如果收购顺利完成且并表，备考的公司 2019/2020/2021 归母净利润预测为 33.98/40.80/40.85 亿元，以 2019 年 7 月 25 日收盘价 8.11 元计算，PE(19E) 为 9 倍，存在较大空间，维持买入评级。

风险提示：收购行为或造成公司资金压力，收购后协同效应不达预期，标的公司业绩不达预期

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	8.11 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)	1,601.60
A 股总市值(百万元)	31,475.43
流通 A 股市值(百万元)	12,988.97
每股净资产(元)	7.66
资产负债率(%)	63.42
一年内最高/最低(元)	10.44/6.05

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

- 1 《豫园股份-季报点评:19Q1 营收同比增长 39.22%，并购重组开启业绩新引擎》 2019-05-13
- 2 《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
- 3 《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

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	3,335.39	4,012.48	4,011.06
增长率(%)	46.24	331.38	10.42	20.30	(0.04)
EPS(元/股)	0.18	0.78	0.86	1.03	1.03
市盈率(P/E)	45.28	10.50	9.51	7.90	7.91
市净率(P/B)	2.86	1.10	1.06	0.97	0.90
市销率(P/S)	1.85	0.94	0.79	0.69	0.64
EV/EBITDA	6.76	2.26	5.14	(0.75)	2.91

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 事件.....	3
2. 收购标的背景.....	3
2.1. 公司定位.....	3
2.2. 竞争优势.....	3
2.3. 财务情况.....	3
3. 收购意义.....	4
4. 盈利预测与估值.....	4

图表目录

图 1：营业收入及增长（亿元，%）.....	4
图 2：净利润及增长（百万元，%）.....	4
表 1：合并后归母净利润预测（百万）.....	4

1. 事件

豫园股份或其指定子公司拟以总价格 6.99 亿元收购如意情生物科技股份有限公司 55.50% 股权（每股作价 4.96 元，合计 140,894,298 股）。此次收购完成后，豫园股份将成为如意情的控股股东。

2. 收购标的背景

2.1. 公司定位

如意情是一家主营鲜品食用菌的研发、工厂化培植及销售的企业。

1) 产品：主要为金针菇、蟹味菇。公司已在武汉、厦门和连云港建立了食用菌生产基地，截至 2017 年 8 月，金针菇日均产量达 293 吨。

2) 经营模式：主要采用经销商模式，销售网络覆盖了全国 25 个省、市及自治区，并与超过 50 个经销商建立长期合作关系，年销量处于行业前三位。

2.2. 竞争优势

研发技术领先+生产技术先进构建护城河。

研发方面，公司重视科研投入，2017 年 1-6 月研发投入达 842.43 万元，研发费用率 3.31%。凭借多年来技术及资金投入，公司食用菌工厂化不断取得突破，为目前国内最大的工厂化金针菇生产企业之一。

生产方面，公司主要技术优势包括：

1) **领先的生产工艺**。公司是国内首批不经过固体菌种过渡而直接使用液体菌种的工厂化生产企业，最大程度地提高了生产效率、缩短了生产周期、降低了生产成本。

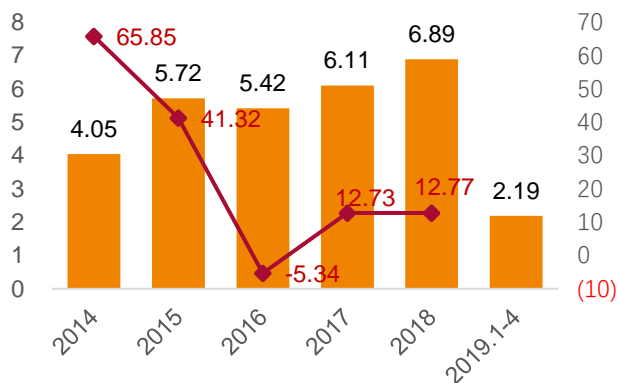
2) **国际先进的生产设施**。公司生产采用国际先进的生产线，使得公司工厂化生产的机械化、自动化、智能化程度达到国内领先水平，大大降低了对劳动力的需求。

3) **高品质、高产量产出**。公司目前单瓶采收产量可以达到 460 克以上，不仅单瓶产量在国内领先，而且外观整齐、口感好；此外，公司生育室，使用 11 层床架，使生育室土地利用效率大幅提高，而且在提高单位生育室土地面积产量的同时，节约制冷设备投资。

2.3. 财务情况

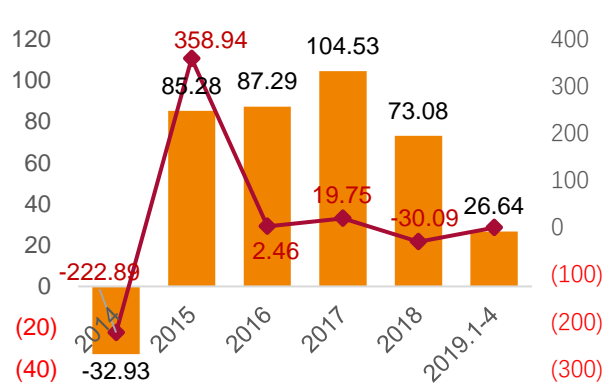
营收整体稳定增长，业绩表现波动。FY2014-2018，公司营收 CAGR ~ 14.21%。2018 年，公司营收 6.89 亿元，+12.77%yoy，2019 年 1-4 月营收 2.19 亿元。净利润方面，2015 年转负为正，2018 年 0.73 亿元，略有下滑。

图 1: 营业收入及增长 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 净利润及增长 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

毛利率&净利率略有下滑。2015/2016 年公司毛利率分别为 24.34%/23.91%，2018 年略有下滑至 12.64%。2016/2017 年公司净利率分别为 16.12%/17.11%，2018 年略有下滑至 10.61%。

3. 收购意义

豫园股份积极践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，持续打造服务家庭客户的快乐生态系统，逐步形成了面向新兴中产阶级消费者的好产品组合。在餐饮食品领域，公司围绕农业源头、食品饮料、餐饮服务三大体系，持续布局打通产业链、分享行业成长红利。本次收购标的为中国食用菌头部企业之一，有利于公司进一步丰富、充实大食品产业链布局，落地基于“从农场到餐桌”的大食品、大餐饮战略。如意情将与公司现有餐饮食品业务产生良好的协同效应。

4. 盈利预测与估值

如果收购顺利完成且并表，备考的公司 2019/2020/2021 归母净利润预测为 33.98/40.80/40.85 亿元，以 2019 年 7 月 25 日收盘价 8.11 元计算，PE (19E) 为 9 倍，存在较大空间，维持买入评级。

表 1: 合并后归母净利润预测 (百万)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15643.05	17111.25	33777.20	40256.74	45986.89	49337.37
归母净利润	478.84	700.24	3,020.74	3336.69	4017.08	4020.2
如意情净利润				110.2068	113.99	117.34
合并报表归母净利润				3,397.8548	4,080.3442	4,085.3262

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,440.40	19,812.51	7,149.09	37,795.91	16,048.17
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	34,526.19	47,282.51	43,933.03
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	60,743.94	73,587.72	70,355.82
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	3,450.78	3,511.00	3,681.19
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	25,988.64	28,699.59	31,387.56
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	33,320.48	36,091.66	38,949.81
负债和股东权益总	24,115.69	85,254.13	60,743.94	73,587.72	70,355.82

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	657.74	3,422.29	3,335.39	4,012.48	4,011.06
折旧摊销	183.60	265.36	110.93	113.52	116.07
财务费用	341.37	526.08	583.22	502.99	463.30
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)	(415.17)	123.82	262.34
经营活动现金流	1,113.13	7,577.36	(7,642.36)	31,974.26	(20,971.39)
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	(1,665.58)	(481.93)	(442.23)
其他	(5,819.57)	(26,378.26)	(18,652.70)	(15,752.58)	(15,882.09)
筹资活动现金流	(37.21)	2,740.39	(6,000.42)	(1,515.26)	(899.34)
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	(12,663.42)	30,646.81	(21,747.73)

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	583.22	502.99	463.30
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	4,329.59	5,397.81	5,552.18
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	4,413.62	5,431.63	5,580.15
所得税	211.46	1,175.94	1,103.40	1,357.91	1,395.04
净利润	657.74	3,422.29	3,310.21	4,073.73	4,185.11
少数股东损益	(42.51)	401.55	(25.17)	61.25	174.05
归属于母公司净利润	700.24	3,020.74	3,335.39	4,012.48	4,011.06
每股收益(元)	0.18	0.78	0.86	1.03	1.03

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%	-6.53%	24.67%	2.86%
归属于母公司净利润	46.24%	331.38%	10.42%	20.30%	-0.04%
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%	8.73%	8.13%
ROE	6.32%	10.53%	11.17%	12.32%	11.37%
ROIC	17.53%	82.62%	28.89%	17.96%	-145.19%
偿债能力					
资产负债率	52.76%	62.26%	45.15%	50.95%	44.64%
净负债率	32.53%	-4.89%	23.52%	-62.40%	0.30%
流动比率	1.02	1.61	2.43	2.00	2.63
速动比率	0.58	0.75	0.76	1.75	1.21
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	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.78	0.86	1.03	1.03
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	7.70	8.39	9.09
估值比率					
市盈率	45.28	10.50	9.51	7.90	7.91
市净率	2.86	1.10	1.06	0.97	0.90
EV/EBITDA	6.76	2.26	5.14	-0.75	2.91
EV/EBIT	7.71	2.37	5.25	-0.77	2.96

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