安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 07 月 28 日

豫园股份（600655.SH）

公司快报

证券研究报告

百货

# 拟收购如意情 55.5%股权，豫园“大食品、大餐饮”战略再下一城

■**事件：**1）公司发布公告，拟以总价格 6.99 亿元收购如意情 55.5%股权，收购完成后公司将成为如意情控股股东。2）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，年销量处于行业前三位，18 年收入 6.89 亿元，净利润 7308 万元。目前其主要产品为金针菇、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，销售网络覆盖了全国 25 个省、市及自治区，并与超过 70 个经销商建立长期合作关系，直达区域农贸市场及餐饮大客户终端。3）公司发布 19 年中报业绩预增公告：受益于市场稳定向好、营销网点增加及一季度完成战略投资比利时国际宝石学院 International Gemological Institute 80%股权，公司 19H1 珠宝时尚板块盈利水平持续提升，预计 19H1 归母净利润为 9.5 亿元~10.5 亿元之间，同比增长 155%~182%；扣非归母净利润 8.0 亿元~9.2 亿元，同比增长 273%~329%；剔除重大资产重组的影响后，19H1 归母净利润预计同比增长 2%~12%，扣非业绩同比增长 273%~329%。

■**点评：1）战略层面：**豫园股份业务覆盖餐厅、食品等业务，本次收购的如意情为中国食用菌头部企业之一，有利于公司进一步向餐饮食品产业链的上游延伸，并借助上市公司的资本实力加快如意情的发展速度，强强联手实现共赢。**2）短期业绩：**如意情所处的金针菇行业短期由于 19 上半年价格同比较大幅度改善，预计其净利润 19 年将保持增长。豫园股份本次为现金收购，有望对 19 年业绩实现并表增厚。**3）中长期来看：**国内食用菌行业目前仍处工厂化生产的渗透率提升红利中（国内 2018 年食用菌工厂化生产占比仅 7.2%，而日本、韩国、台湾等市场的工厂化占比均达 90%以上），如意情未来在工厂扩产推动下成长潜力同样可期。

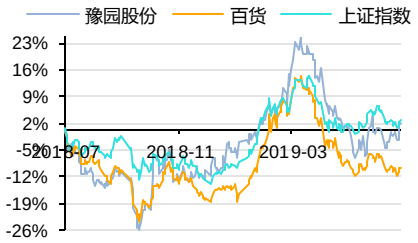
■**投资建议：经 18 年整合调整后，豫园股份 2019-22 年在珠宝餐饮业务驱动+股权激励绑定+地产业务对赌驱动下，未来 3 年业绩增速中枢有望实现上移。**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 34.5 亿元、39.5 亿元、44.8 亿，对应增速+14.3%/+14.3%/+13.6%。我们对公司进行分部式估值，地产业务参考地产行业可比公司 PE 平均水平（对应 2019 年 10.7 倍 PE），及业绩承诺确定性较高，给予 10 倍 PE，对应市值 234 亿元；公司珠宝时尚等原有业务参考行业可比公司 PE 平均水平(对应 19 年 18.5 倍 PE)，考虑到公司未来门店的开店提速，产品结构向珠宝时尚转型，以及管理团队治理优化，给与一定溢价至 20 倍

| 投资评级 | 买入-A |
|---|---|
| | 维持评级 |
| 6 个月目标价： | 11.00 元 |
| 股价（2019-07-26） | 8.11 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 31,475.43 |
| 流通市值(百万元) | 12,988.97 |
| 总股本（百万股） | 3,881.06 |
| 流通股本(百万股) | 1,601.60 |
| 12 个月价格区间 | 6.09/10.29 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 3.87 | -6.68 | -3.94 |
| 绝对收益 | 2.13 | -11.27 | -1.47 |


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：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/刘文正 | 2019-05-09 |
| 豫园股份：快乐时尚蓄势待发，老字号焕发新生/刘文正 | 2019-04-14 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

PE，对应市值 181 亿元；旅游度假村及其他业务的可比公司 PE 平均水平（对应 2019 年 25.60 倍 PE），给予 20 倍 PE，对应市值 10.5 亿元；公司整体目标市值 426 亿元，对应目标价 11.00 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 | 3,442.8 | 3,932.3 | 4,438.7 |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.78 | 0.89 | 1.01 | 1.14 |
| 每股净资产(元) | 2.86 | 7.39 | 7.83 | 8.48 | 9.23 |

| 盈利和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率(倍) | 45.3 | 10.5 | 9.2 | 8.1 | 7.1 |
| 市净率(倍) | 2.9 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 净利润率 | 4.1% | 8.9% | 8.6% | 8.9% | 9.0% |
| 净资产收益率 | 6.3% | 10.5% | 11.3% | 11.9% | 12.4% |
| 股息收益率 | 0.7% | 3.3% | 3.5% | 4.0% | 4.6% |
| 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*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 利润表

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 17,111.2 | 33,777.2 | 40,143.7 | 44,430.9 | 49,534.3 |
| 减:营业成本 | 14,370.7 | 25,089.5 | 31,748.4 | 34,692.5 | 38,583.0 |
| 营业税费 | 225.4 | 1,636.6 | 273.0 | 222.2 | 247.7 |
| 销售费用 | 749.3 | 1,207.5 | 1,003.6 | 1,599.5 | 2,080.4 |
| 管理费用 | 970.8 | 1,542.1 | 1,224.4 | 2,043.8 | 2,575.8 |
| 财务费用 | 338.6 | 377.4 | 953.7 | 585.3 | 177.5 |
| 资产减值损失 | -3.6 | -40.0 | 1.0 | 0.8 | 2.0 |
| 加:公允价值变动收益 | -83.9 | -158.4 | -390.0 | 62.6 | 88.3 |
| 投资和汇兑收益 | 434.8 | 784.9 | 15.5 | 16.5 | 17.3 |
| **营业利润** | 817.8 | 4,632.2 | 4,565.2 | 5,365.8 | 5,973.4 |
| 加:营业外净收支 | 51.4 | -34.0 | 12.0 | 15.4 | 15.8 |
| **利润总额** | 869.2 | 4,598.2 | 4,577.2 | 5,381.2 | 5,989.2 |
| 减:所得税 | 211.5 | 1,175.9 | 687.0 | 1,130.1 | 1,389.5 |
| **净利润** | 700.2 | 3,020.7 | 3,442.8 | 3,932.3 | 4,438.7 |

### 资产负债表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 2,440.4 | 19,812.5 | 3,211.5 | 23,540.1 | 3,962.7 |
| 交易性金融资产 | 541.9 | 1,110.5 | 763.7 | 805.3 | 893.2 |
| 应收帐款 | 316.1 | 1,690.7 | 15,961.4 | 3,978.0 | 7,220.0 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - |
| 预付帐款 | 329.9 | 395.1 | 1,090.7 | 390.3 | 1,132.3 |
| 存货 | 3,073.8 | 30,805.6 | 24,951.8 | 4,844.1 | 33,676.2 |
| 其他流动资产 | 465.0 | 4,187.1 | 1,698.4 | 2,116.8 | 2,667.5 |
| 可供出售金融资产 | 1,803.3 | 1,268.5 | 1,700.0 | 1,590.6 | 1,519.7 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 4,182.0 | 7,294.5 | 7,294.5 | 7,294.5 | 7,294.5 |
| 投资性房地产 | 7,884.4 | 13,650.4 | 13,650.4 | 13,650.4 | 13,650.4 |
| 固定资产 | 1,907.4 | 1,920.8 | 1,699.4 | 1,477.9 | 1,256.4 |
| 在建工程 | 17.3 | 22.3 | 22.3 | 22.3 | 22.3 |
| 无形资产 | 513.2 | 546.7 | 532.8 | 518.9 | 505.0 |
| 其他非流动资产 | 640.9 | 2,549.4 | 1,562.2 | 1,685.4 | 1,868.7 |
| **资产总额** | 24,115.7 | 85,254.1 | 74,139.1 | 61,914.5 | 75,668.8 |
| 短期债务 | 2,500.0 | 3,160.0 | 12,199.2 | - | 816.5 |
| 应付帐款 | 1,471.4 | 8,348.7 | 2,399.8 | 7,387.2 | 4,598.6 |
| 应付票据 | - | 20.0 | 4.2 | 8.1 | 10.2 |
| 其他流动负债 | 3,039.2 | 24,570.4 | 9,003.3 | 12,341.3 | 14,746.5 |
| 长期借款 | 3,083.6 | 8,879.3 | 11,920.3 | - | 9,458.9 |
| 其他非流动负债 | 2,628.6 | 8,101.6 | 4,315.8 | 5,015.3 | 5,810.9 |
| **负债总额** | 12,722.8 | 53,080.0 | 39,842.6 | 24,751.9 | 35,441.5 |
| 少数股东权益 | 308.1 | 3,474.7 | 3,922.1 | 4,240.9 | 4,401.9 |
| 股本 | 1,437.3 | 3,881.1 | 3,881.1 | 3,881.1 | 3,881.1 |
| 留存收益 | 8,170.3 | 23,715.0 | 26,493.3 | 29,040.7 | 31,944.4 |
| **股东权益** | 11,392.9 | 32,174.1 | 34,296.4 | 37,162.7 | 40,227.3 |

### 财务指标

| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 9.4% | 97.4% | 18.8% | 10.7% | 11.5% |
| 营业利润增长率 | 69.8% | 466.4% | -1.4% | 17.5% | 11.3% |
| 净利润增长率 | 46.2% | 331.4% | 14.0% | 14.2% | 12.9% |
| EBITDA 增长率 | 67.9% | 296.8% | 10.6% | 7.5% | 3.2% |
| EBIT 增长率 | 92.2% | 332.2% | 11.1% | 7.8% | 3.4% |
| NOPLAT 增长率 | 135.4% | 326.1% | 25.8% | 0.2% | 0.5% |
| 投资资本增长率 | -9.6% | 182.6% | 223.1% | -100.3% | -23667.3 |
| 净资产增长率 | 4.2% | 182.4% | 6.6% | 8.4% | 8.2% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 16.0% | 25.7% | 20.9% | 21.9% | 22.1% |
| 营业利润率 | 4.8% | 13.7% | 11.4% | 12.1% | 12.1% |
| 净利润率 | 4.1% | 8.9% | 8.6% | 8.9% | 9.0% |
| 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% |
| **运营效率** | | | | | |
| 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 | 338 | 310 |
| 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 | 551 | 500 |
| 投资资本周转天数 | 100 | 92 | 242 | 166 | 121 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 6.3% | 10.5% | 11.3% | 11.9% | 12.4% |
| ROA | 2.7% | 4.0% | 5.2% | 6.9% | 6.1% |
| ROIC | 17.5% | 82.6% | 36.8% | 11.4% | -3326.7 |
| **费用率** | | | | | |
| 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% | 2.4% | 1.3% | 0.4% |
| 三费/营业收入 | 12.0% | 9.3% | 7.9% | 9.5% | 9.8% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 52.8% | 62.3% | 53.7% | 40.0% | 46.8% |
| 负债权益比 | 111.7% | 165.0% | 116.2% | 66.6% | 88.1% |
| 流动比率 | 1.02 | 1.61 | 2.02 | 1.81 | 2.46 |
| 速动比率 | 0.58 | 0.75 | 0.96 | 1.56 | 0.79 |
| 利息保障倍数 | 3.39 | 13.16 | 5.79 | 10.17 | 34.65 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | 0.06 | 0.27 | 0.28 | 0.33 | 0.38 |
| 分红比率 | 30.8% | 34.7% | 31.8% | 32.4% | 33.0% |
| 股息收益率 | 0.7% | 3.3% | 3.5% | 4.0% | 4.6% |

### 现金流量表

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 657.7 | 3,422.3 | 3,442.8 | 3,932.3 | 4,438.7 |
| 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 | 953.7 | 585.3 | 177.5 |
| 投资损失 | -434.9 | -748.8 | -15.5 | -16.5 | -17.3 |
| 少数股东损益 | -42.5 | 401.6 | 447.4 | 318.8 | 161.0 |
| 营运资金的变动 | 1,242.6 | 6,180.4 | -27,631.0 | 40,961.5 | -34,032.0 |
| **经营活动产生现金流量** | 1,113.1 | 7,577.4 | -22,957.3 | 46,079.4 | -28,948.4 |
| **投资活动产生现金流量** | -530.6 | -2,285.3 | 274.4 | 44.7 | -87.8 |
| **融资活动产生现金流量** | -37.2 | 2,740.4 | 6,081.9 | -25,795.6 | 9,458.9 |

### 业绩和估值指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 0.18 | 0.78 | 0.89 | 1.01 | 1.14 |
| BVPS(元) | 2.86 | 7.39 | 7.83 | 8.48 | 9.23 |
| PE(X) | 45.3 | 10.5 | 9.2 | 8.1 | 7.1 |
| PB(X) | 2.9 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| P/FCF | 47.5 | 4.6 | -2.0 | 1.5 | -1.8 |
| P/S | 1.9 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 6.8 | 2.3 | 7.3 | -0.3 | 4.5 |
| CAGR(%) | 86.3% | 10.4% | 106.0% | 86.3% | 10.4% |
| PEG | 0.5 | 1.0 | 0.1 | 0.1 | 0.7 |
| ROIC/WACC | 2.2 | 10.3 | 4.6 | 1.4 | -416.6 |
| REP | 0.9 | 0.1 | 0.2 | 9.4 | -0.0 |

**资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 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 |
| | 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 |
| | 苏梦 | | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | | |
| | 王银银 | | |
| 北京联系人 | 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 |
| | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 曹琰 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 袁进 | 010-83321345 | yuanjin@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | | |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@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


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。