安信证券 ESSENCE SECURITIES

2019 年 11 月 02 日

公司快报

证券研究报告

豫园股份（600655.SH）

百货

19Q3 扣非业绩高增长，珠宝+餐饮食品高增长有望引领公司重估

投资评级 买入-A

维持评级

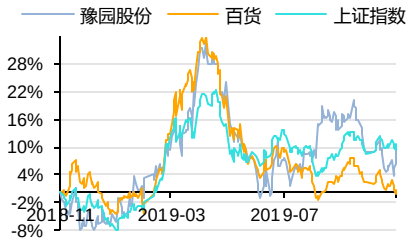
6 个月目标价： 12.20 元

股价（2019-11-01） 8.19 元

交易数据

总市值（百万元）	31,785.91
流通市值(百万元)	13,117.10
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	7.12/10.29 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.33	-1.09	14.6
绝对收益	0.49	0.61	28.1

姓名 分析师

SAC 执业证书编号：S1111111111111

Xxxxxx@essence.com.cn

010-66581627

相关报告

■**公司发布 19 年三季报：**1）19Q1-3：实现营收 270.82 亿元/ YoY +35.76%（调整后），主要系珠宝时尚业务营业收入增长及物业开发项目交付引起营业收入较上年同期增加推动；归母净利润 12.39 亿元/YoY+9.02%（调整后）；扣非归母净利润 10.91 亿元/ YoY +195.59%（主要系 2018 年上半年因同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日当期净损益属于非经常性损益所致）。根据已披露公告，我们拆分得到 18Q1-3 的经调整后扣非归母净利润（排除同控因素）为 8.4 亿元，估测对应 19Q1-3 的扣非业绩同口径下为同比增长 29.5%。公司 19Q1-3 经营性现金流净额-6.93 亿元（去年同期为 15.99 亿元），主要系报告期内获取房地产项目引起现金流出增加。2）19Q3：实现营收 74.29 亿元/+38.90%（调整后），归母净利润 2.18 亿元/+7.67%（调整后），扣非归母净利润 2.04 亿元/+31.91%（调整后）。

■**珠宝时尚业务门店加速扩张亮眼，餐饮食品业务内生外延共驱成长。**①珠宝时尚：19Q1-3 期间珠宝时尚业务实现营业收入 150.79 亿元/YOY+15.73%，毛利率为 8.18pct/+1.49pct，主要系公司于 2019 年 Q1 完成收购 IGI 项目，且在 19Q1-3 期间对销售渠道进一步拓展推动。在开店方面，公司 19Q1-3 老庙及亚一门店合计净增 525 家实现加速扩张，截止 19 年三季度末门店数增至 2615 家（其中 2417 家加盟店）。在产品方面，公司继推出古韵金 2.0 和“时来运转”系列后，又推出了万宝宝、麦玲玲设计师合作款等“新中式”新品，产品迭代更新持续推进。在产业链方面，公司在今年与国内镶嵌类珠宝加工领军企业深圳星光达珠宝共同成立合资公司，有望对后续珠宝业务的供应链水平继续优化；②度假村：营业收入 7.63 亿元/YoY+16.72%，毛利率为 83.67%/+0.35%；③餐饮管理及服务：营业收入 5.83 亿元/YOY+30.86%，主要系公司 2018 年 8 月完成收购苏州松鹤楼项目，并且既有门店完成升级后，推动餐饮业务增长驱动，毛利率为 65.53%/+0.12pct。公司在 19Q1-3 期间对门店松月楼和绿波廊升级改造完成并获市场好评，松鹤楼苏式汤面连锁的第三家门店也已正式开业；④医药：营业收入 2.35 亿元/YoY-4.04%。毛利率为 20.12%/-2.66pct；⑤商业经营管理及物业租赁服务：营业收入 4.16 亿元/YoY+40.28%，主要系本期有新承接的商业经营管理项目，毛利率为 69.35%/-3.22pct；⑥物业开发及销售：营业收入 97.60 亿元/YOY+91.71%，主要受物业开发项目交付结转变动影响，毛利率为 27.02%/+1.18pct。19Q3 期间，公司在武汉打造的标杆项目——云尚·武汉国际时尚中心开业运营，核心定位产融结合的服贸时尚中心，有望成为公司时尚地标的新代表作；⑦文化食品饮料及商品：营业收入 2.08 亿元/+48.67%，毛利率为 32.15%/-5.14pct。

■**毛利率 19Q1-3 受珠宝业务及餐饮并表推动继续提升，整体净利率基本保持稳健。**1）19Q1-3：公司 19Q1-3 毛利率 23.76%/+3.64%，主要系金价上涨带动珠宝时尚业务利润率上行，以及 18 年 8 月开始并表苏州松鹤楼项目推动；

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。

期间费用率 11.37%/+0.97%,管理费用率 5.88%/+0.73pct，主要系公司因并购等业务规模扩大引起管理费用率增长，销售费用率 3.86%/-0.15pct，财务费用率+1.63%/+0.39pct，投资收益为 7774 万元，整体净利率 6.02%/-0.29%。2) 19Q3：公司 19Q3 毛利率 22.88%/+4.79%，期间费用率 13.26%/+0.27%，管理费用率 6.98%/-0.01pct，销售费用率 4.90%/-0.02pct，财务费用率+1.38%/+0.30pct，投资收益为-2187 万元，整体净利率 3.32%/-2.43%。

■核心逻辑：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+餐饮业务菜系品类扩大+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 34.9 亿元、39.8 亿元、45.4 亿，增速+15.5%/+14.2%/+13.9%。给予 6 个月目标价 12.20 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	3,488.5	3,983.3	4,535.3
每股收益(元)	0.18	0.78	0.90	1.03	1.17
每股净资产(元)	2.86	7.39	7.83	8.50	9.26

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	45.4	10.5	9.1	8.0	7.0
市净率(倍)	2.9	1.1	1.0	1.0	0.9
净利润率	4.1%	8.9%	8.7%	9.0%	9.2%
净资产收益率	6.3%	10.5%	11.5%	12.1%	12.6%
股息收益率	0.7%	3.3%	3.5%	4.1%	4.7%
ROIC	17.5%	82.6%	32.2%	35.0%	20.8%

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	1,244.5	1,777.2	2,030.9
管理费用	970.8	1,542.1	1,465.2	1,977.2	2,402.4
财务费用	338.6	377.4	234.3	72.1	38.9
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	-53.7	20.9	4.0
投资和汇兑收益	434.8	784.9	120.0	16.5	17.3
营业利润	817.8	4,632.2	5,243.7	5,726.3	6,250.6
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	5,255.7	5,741.7	6,266.4
减:所得税	211.5	1,175.9	1,313.9	1,435.4	1,566.6
净利润	700.2	3,020.7	3,488.5	3,983.3	4,535.3

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%	13.2%	9.2%	9.2%
净利润增长率	46.2%	331.4%	15.5%	14.2%	13.9%
EBITDA 增长率	67.9%	296.8%	9.8%	5.6%	8.1%
EBIT 增长率	92.2%	332.2%	10.3%	5.8%	8.5%
NOPLAT 增长率	135.4%	326.1%	10.2%	5.8%	8.5%
投资资本增长率	-9.6%	182.6%	-2.5%	82.1%	-45.0%
净资产增长率	4.2%	182.4%	6.7%	8.5%	8.4%
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%	13.1%	12.9%	12.6%
净利润率	4.1%	8.9%	8.7%	9.0%	9.2%
EBITDA/营业收入	7.7%	15.4%	14.2%	13.6%	13.2%
EBIT/营业收入	6.7%	14.7%	13.6%	13.1%	12.7%
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	63	90	87
流动资产周转天数	149	347	372	270	299
应收帐款周转天数	7	11	10	9	10
存货周转天数	67	181	190	172	183
总资产周转天数	498	583	618	492	496
投资资本周转天数	100	92	113	142	128
投资回报率					
ROE	6.3%	10.5%	11.5%	12.1%	12.6%
ROA	2.7%	4.0%	7.5%	6.3%	7.0%
ROIC	17.5%	82.6%	32.2%	35.0%	20.8%
费用率					
销售费用率	4.4%	3.6%	3.1%	4.0%	4.1%
管理费用率	5.7%	4.6%	3.7%	4.5%	4.9%
财务费用率	2.0%	1.1%	0.6%	0.2%	0.1%
三费/营业收入	12.0%	9.3%	7.3%	8.6%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	62.3%	34.6%	45.9%	40.2%
负债权益比	111.7%	165.0%	52.9%	85.0%	67.2%
流动比率	1.02	1.61	1.81	1.75	1.91
速动比率	0.58	0.75	0.97	0.45	1.00
利息保障倍数	3.39	13.16	23.38	80.44	161.64
分红指标					
DPS(元)	0.06	0.27	0.29	0.33	0.39
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%	4.1%	4.7%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,440.4	19,812.5	6,516.0	3,554.5	13,952.9
交易性金融资产	541.9	1,110.5	1,100.0	1,100.0	1,103.5
应收帐款	316.1	1,690.7	539.5	1,726.8	1,013.7
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	11,525.6	30,876.4	19,357.4
其他流动资产	465.0	4,187.1	4,203.2	4,001.1	4,130.5
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	2,605.8	2,674.0	2,546.1
资产总额	24,115.7	85,254.1	52,480.1	68,877.6	67,484.5
短期债务	2,500.0	3,160.0	-	1,179.4	-
应付帐款	1,471.4	8,348.7	2,437.7	8,289.6	5,090.5
应付票据	-	20.0	4.2	8.1	10.2
其他流动负债	3,039.2	24,570.4	11,388.9	14,321.3	16,201.7
长期借款	3,083.6	8,879.3	-	2,825.6	-
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	18,146.6	31,639.2	27,113.3
少数股东权益	308.1	3,474.7	3,928.0	4,251.0	4,415.5
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	26,524.5	29,106.3	32,074.7
股东权益	11,392.9	32,174.1	34,333.5	37,238.4	40,371.3

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	657.7	3,422.3	3,488.5	3,983.3	4,535.3
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	-53.7	20.9	4.0
财务费用	341.4	526.1	234.3	72.1	38.9
投资损失	-434.9	-748.8	-120.0	-16.5	-17.3
少数股东损益	-42.5	401.6	453.3	323.0	164.5
营运资金的变动	1,242.6	6,180.4	92.2	-10,533.3	10,071.5
经营活动产生现金流量	1,113.1	7,577.4	4,330.0	-5,915.1	15,032.2
投资活动产生现金流量	-530.6	-2,285.3	-293.8	128.0	80.9
融资活动产生现金流量	-37.2	2,740.4	-17,332.7	2,825.6	-4,714.6

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.18	0.78	0.90	1.03	1.17
BVPS(元)	2.86	7.39	7.83	8.50	9.26
PE(X)	45.4	10.5	9.1	8.0	7.0
PB(X)	2.9	1.1	1.0	1.0	0.9
P/FCF	47.6	4.6	-2.8	-16.5	2.7
P/S	1.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.8	2.3	2.3	3.5	1.2
CAGR(%)	87.1%	11.2%	106.9%	87.1%	11.2%
PEG	0.5	0.9	0.1	0.1	0.6
ROIC/WACC	1.7	8.2	3.2	3.5	2.1
REP	1.1	0.1	0.3	0.3	0.3

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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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。