

豫园股份 (600655)

证券研究报告

2019年11月07日

扣非净利润大幅上升，大消费业务引领公司增长

事件:

公司前三季度实现营收为 270.82 亿元，同比增长 35.76% (较上年调整前同比增长 36.48%)；其中公司 2019Q3 实现营收为 74.29 亿元，同比增长 38.90% (较上年调整前同比增长 98.72%)。公司前三季度归母净利润 12.39 亿，同比增长 9.02% (较上年调整前同比增长 8.68%)；扣非归母净利润为 10.9 亿元，同比增长 195.59%。

点评:

1.营业收入: 公司 2019Q1-3 营收 270.82 亿元，同比增长 35.76%；其中 Q3 营收 74.29 亿元，同比增长 38.90%，主要系珠宝时尚业务营业收入增长及物业开发项目交付。

2.毛利率: 物业开发与销售业务提高公司 19Q3 毛利率至 22.88%，同比增加 4.79pct。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。其中，珠宝时尚毛利率 8.18%，同比增加 1.49pct；物业开发与销售毛利率 27.02%，同比增加 1.18pct；商业经营管理与物业租赁服务毛利率 69.35%，同比减少 3.22pct；餐饮毛利率 65.53%，同比增加 0.12pct；度假村毛利率 83.67%，同比增加 0.35pct；文化食品饮料与商业毛利率 32.15%，同比减少 5.14pct。

3.期间费用: 并购&融资费用推动 19Q1-3 期间费用率增长至 11.37%。 **销售费用率:** 公司 2019Q1-3 销售费用为 10.47 亿元，同比增长 31.42%，主要是由于珠宝时尚业务及餐饮业务的规模扩张，导致门店运营费用增长；销售费用率为 3.87%，同比下降 0.14pct。 **管理费用率:** 公司 2019Q1-3 管理费用为 15.92 亿元，同比增长 45.91%，管理费用率为 5.88%，同比上升 0.74pct，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。 **财务费用率:** 公司 2019Q1-3 财务费用为 4.41 亿元，同比增长 79.17%；财务费用率为 1.63%，同比增加 0.39pct。

4.净利润: 公司 2019Q3 归母净利润 2.18 亿，较上年调整后同比增长 7.67%，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: 黄金采购、生产及销售情况: 公司 2019Q1-3 黄金采购量/生产量/销售量分别为 46662.53 千克/48630.25 千克/49662.87 千克，铂金采购量/生产量/销售量分别为 175.13 千克/251.75 千克/328.57 千克。

盈利预测与估值: 维持买入评级。 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，构建安全边际；物业开发与销售业务拓展新增长点；餐饮食品饮料业务高速增长，或成未来业绩新引擎。综合预计 2019-2021 年净利润分别为 33.4/40.1/40.1 亿，当前市值对应 9/8/8xPE。

风险提示: 宏观经济增速不达预期，珠宝行业回暖不及预期

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	8.02 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)	31,126.13
流通 A 股市值(百万元)	12,844.82
每股净资产(元)	7.61
资产负债率(%)	65.42
一年内最高/最低(元)	10.44/7.04

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-半年报点评:19H1 营收同比增长 34.62%，持续推出长效激励计划》 2019-09-04
- 2 《豫园股份-公司点评:豫园股份:拟收购如意情 55.50%股份，落地大食品大餐饮战略》 2019-07-26
- 3 《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

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)	44.45	10.30	9.33	7.76	7.76
市净率(P/B)	2.81	1.08	1.04	0.96	0.88
市销率(P/S)	1.82	0.92	0.77	0.68	0.63
EV/EBITDA	6.76	2.26	5.02	(0.85)	2.81

资料来源: wind, 天风证券研究所



1. 事件

公司前三季度实现营收为 270.82 亿元,同比增长 35.76%(较上年调整前同比增长 36.48%);其中公司 2019Q3 实现营收为 74.29 亿元,同比增长 38.90%(较上年调整前同比增长 98.72%)。公司前三季度归母净利润 12.39 亿,同比增长 9.02%(较上年调整前同比增长 8.68%);扣非归母净利润为 10.9 亿元,同比增长 195.59%。

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 19Q3 营收同比增长 38.90%

公司 2019Q1-3 营收 270.82 亿元,同比增长 35.76%;其中 Q3 营收 74.29 亿元,同比增长 38.90%,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。

19Q1-3 珠宝时尚营收 150.79 亿元,同比增长 15.73%,占比 55.68%,主要系公司 2019 年完成收购 IGI 项目,且在本期对销售渠道进一步拓展。老庙品牌通过深入挖掘中国传统五运文化,升级产品结构,不断迭代出新,继古韵金 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。

19Q1-3 物业开发与销售营收 97.60 亿元,同比增长 91.71%,占比 36.04%,增长最为强劲,主要系受物业开发项目交付结转变动影响。

19Q1-3 商业经营管理与物业租赁服务营收 4.16 亿元,同比增长 40.28%,占比 1.53%,主要系由于本期有新承接的商业经营管理项目。

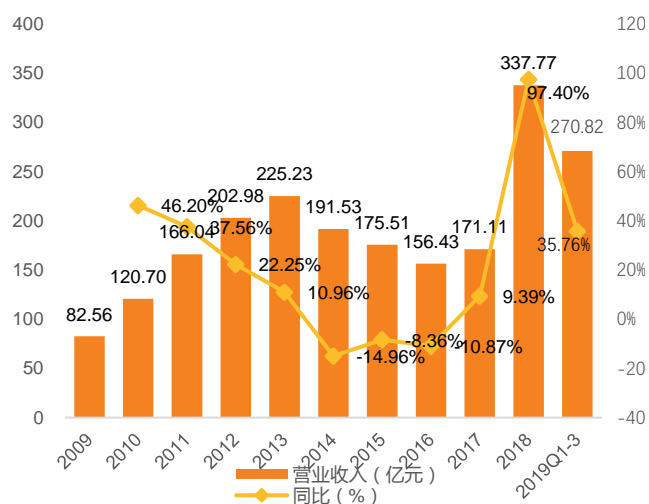
19Q1-3 餐饮管理与服务营收 5.83 亿元,同比增长 30.86%,占比 2.15%,主要系公司 2018 年 8 月完成收购苏州松鹤楼项目,带来本期业务的增长。海派素食名店松月楼改造完成后受到新老顾客好评,李克强总理在沪考察期间步入门店询问经营情况,鼓励继续做好工作;海派餐饮名店绿波廊全面升级改造完成,就餐体验得到消费者好评,业绩稳步提升;德兴馆针对上海社区居民的本帮特色菜连锁模型——德兴菜馆首度亮相,得到社区居民的热烈欢迎,有望加快社区门店布局;松鹤楼苏式汤面连锁拓展继续取得进展,第三家连锁店在上海浦东嘉里中心开业取得较好经营表现。除此之外,整合华东四省一市多地美食的“舌尖上的江南”食肆在豫园商城开业,不仅增强了豫园地区江南文化的体验,也打下了规模化连锁运营的基础。

19Q1-3 度假村营收 7.63 亿元,同比增长 16.72%,占比 2.82%。

19Q1-3 文化食品饮料与商业营收 2.08 亿元,同比增长 48.67%,占比 0.77%,主要系公司于 2019 年第三季度完成收购如意情菌菇项目。“老城隍庙”品牌定位进一步清晰,围绕福运健康文化,深耕中华草本特色和地域特产,在老城隍庙梨膏露、广昌莲汁的基础上,继续推出老城隍庙秋葵酒,产品开发工作取得较大进展;外延并购按计划完成如意情收购,业务规模和利润规模得到显著增长,并在生鲜领域加快布局。

图 1: 公司 2019 年前三季度实现营收 270.82 亿元,同比增长 35.76%

图 2: 公司 2019 年 Q3 单季度营收 74.29 亿元,较上年调整前同比增长 38.90%

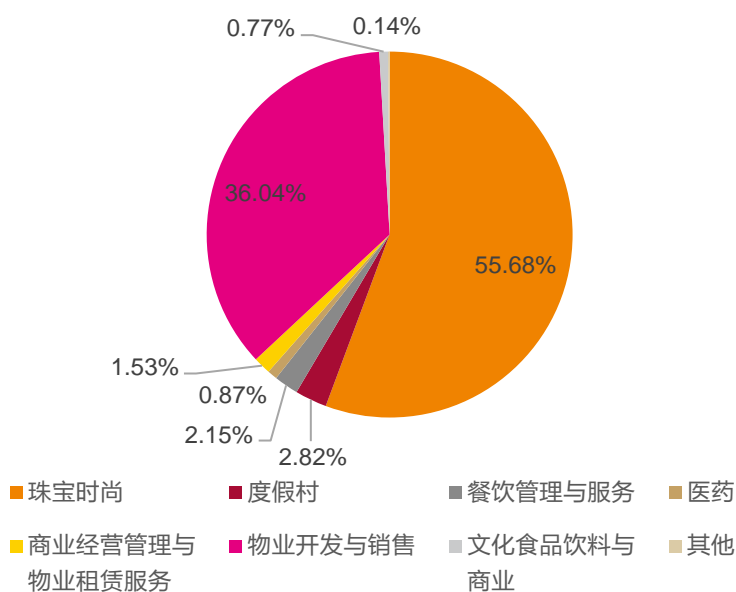


资料来源：公司公告，天风证券研究



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司 2019Q1-3 珠宝时尚/物业开发与销售业务收入占比 55.68%/36.04%

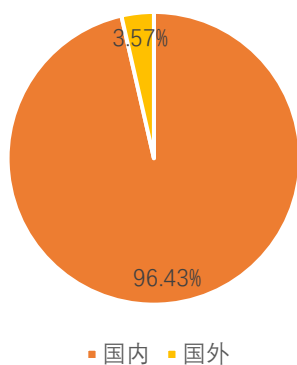


资料来源：公司公告，天风证券研究所

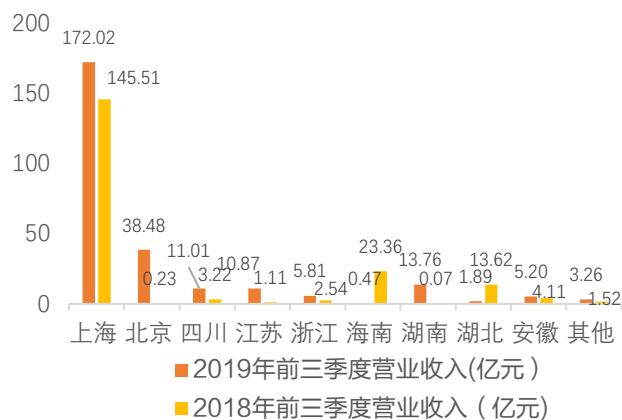
② **分地区**：公司中国大陆收入 262.77 亿元，占比 96.43%；国外收入 9.74 亿元，占比 3.57%。本期上海地区营业收入较上年同期增长，主要是由于珠宝时尚业务销售渠道拓展带来的收入增长；本期北京、四川、江苏、浙江、湖南及其他地区营业收入较上年同期增长，主要是由于受物业开发项目交付结转变动影响。本期国外其他地区营业收入较上年同期增长，主要是由于公司 2019 年完收购 IGI 项目。

图 4：公司 2019 年前三季度中国大陆/国外收入占比 96.43%/3.57%

图 5：上海、北京、四川、江苏、浙江、湖南及其他地区营业收入较上年同期增长较快



资料来源：公司公告，天风证券研究所



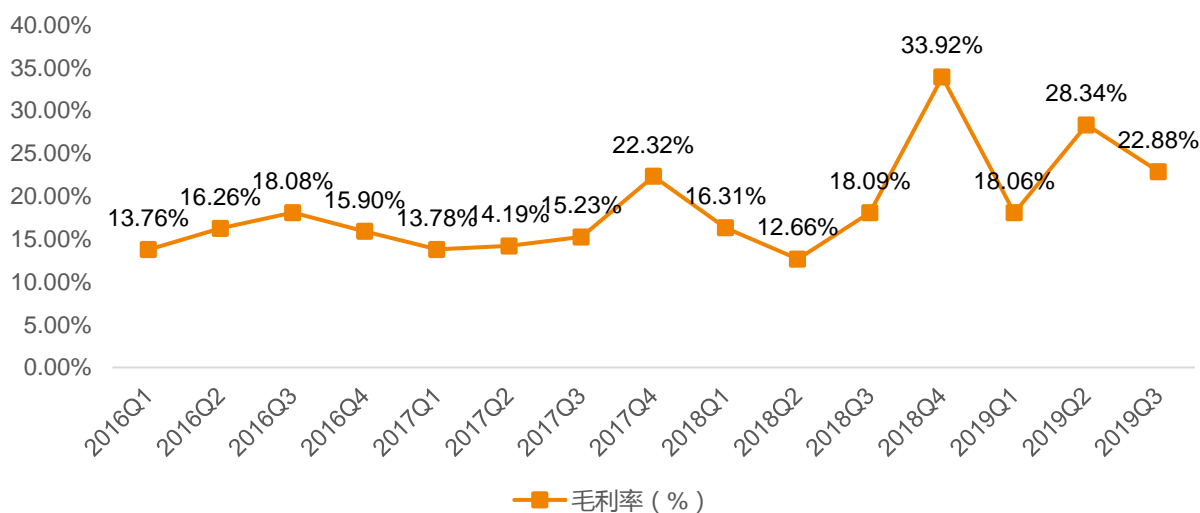
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：物业开发与销售业务提高公司 19Q3 毛利率至 22.88%，同比增加 4.79pct

公司 2019Q3 毛利率为 22.88%，同比增加 4.79pct，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。

其中，珠宝时尚毛利率 8.18%，同比增加 1.49pct；物业开发与销售毛利率 27.02%，同比增加 1.18pct；商业经营管理与物业租赁服务毛利率 69.35%，同比减少 3.22pct；餐饮毛利率 65.53%，同比增加 0.12pct；度假村毛利率 83.67%，同比增加 0.35pct；文化食品饮料与商业毛利率 32.15%，同比减少 5.14pct。

图 6：公司 2019Q3 毛利率为 22.88%，同比增加 4.79pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

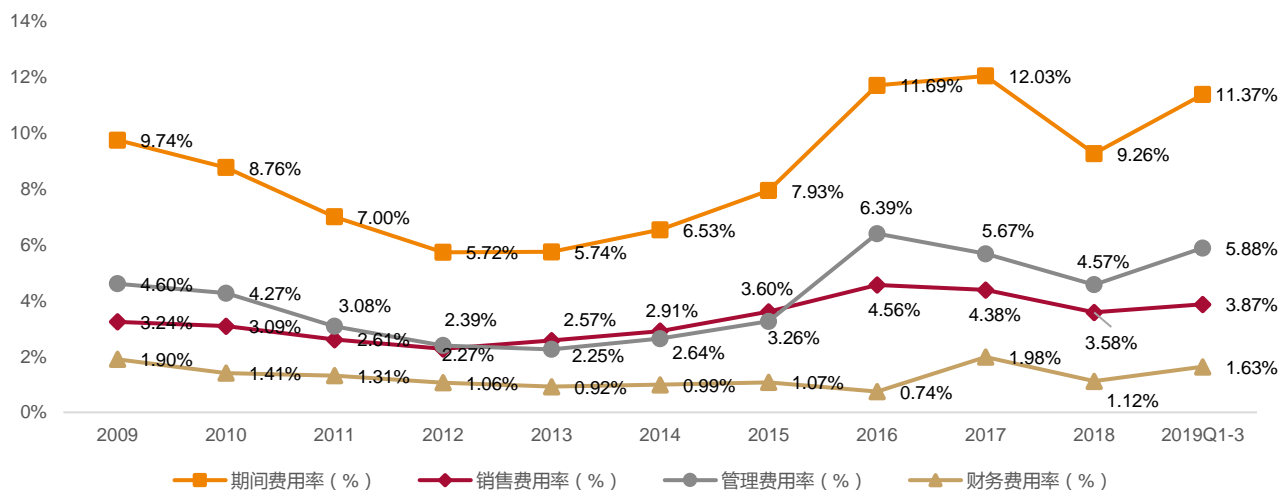
2.3. 期间费用：并购&融资费用推动 19Q1-3 期间费用率增长至 11.37%

公司 2019 Q1-3 期间费用率为 11.37%，同比增加 0.97pct。

- ① **销售费用率**：公司 2019Q1-3 销售费用为 10.47 亿元，同比增长 31.42%，主要是由于珠宝时尚业务及餐饮业务的规模扩张，导致门店运营费用增长；销售费用率为 3.87%，同比下降 0.14pct。

- ② **管理费用率**：公司 2019Q1-3 管理费用为 15.92 亿元，同比增长 45.91%，管理费用率为 5.88%，同比上升 0.74pct，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。
- ③ **财务费用率**：公司 2019Q1-3 财务费用为 4.41 亿元，同比增长 79.17%；财务费用率为 1.63%，同比增加 0.39pct。

图 7：2019 年前三季度公司期间费用率至 11.37%，+0.68pct

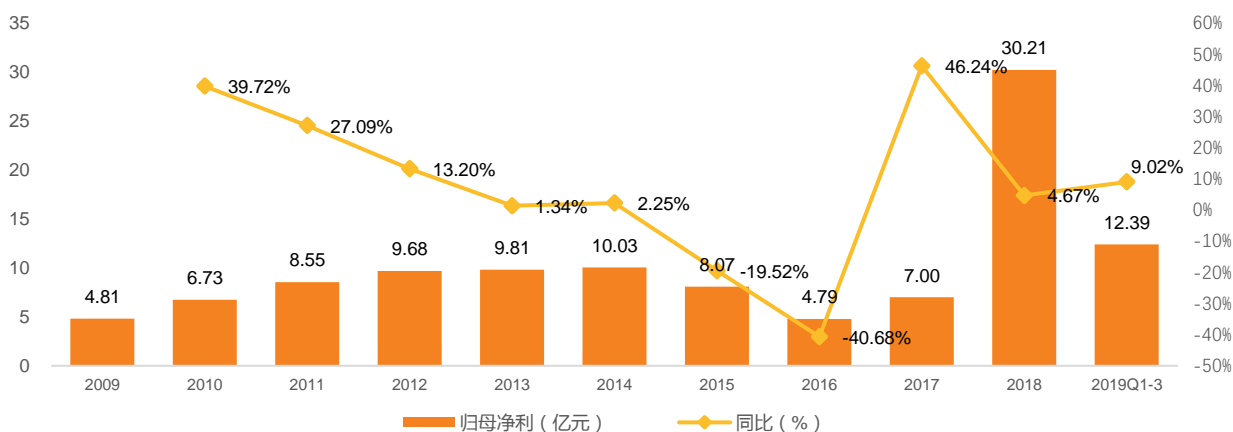


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：公司 2019Q3 归母净利润 2.18 亿，较上年调整后同比增长 7.67%

公司 2019Q3 归母净利润 2.18 亿，较上年调整后同比增长 7.67%，主要系公司营业收入的增长及毛利率的提高。

图 8：公司 2019Q1-3 归母净利润 12.39 亿，较上年调整后同比增长 9.02%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 关键经营指标

- ① **黄金采购、生产及销售情况**：公司 2019Q1-3 黄金采购量/生产量/销售量分别为 46662.53 千克/48630.25 千克/49662.87 千克，铂金采购量/生产量/销售量分别为 175.13 千克/251.75 千克/328.57 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 年前三季度		
	采购量	生产量	销售量
黄金	46,662.53	48,630.25	49,662.87
铂金	175.13	251.75	328.57
合计	46,837.66	48,882.00	49,991.24

资料来源：2019 年前三季度经营情况公告，天风证券研究所

- ② 截至本报告期末，营业网点共计 2,823 家，其中珠宝时尚 2,615 家（其中加盟店 2,417 家），度假村 2 家，餐饮管理及服务 51 家（其中加盟店 15 家），医药 44 家（其中加盟店 4 家），文化食品饮料及商业 111 家。

珠宝时尚产业是公司的核心业务，旗下拥有“老庙黄金”和“亚一珠宝”两大品牌。在经营方式上，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。截止 2018 年末，珠宝时尚连锁网点达到 2,090 家，其中 181 家直营网点，1,909 家加盟店。2019 年前三季度，公司继续扩大珠宝时尚连锁网点规模，并根据区域市场情况对经营网点进行调整。截止 2019 年 9 月末，珠宝时尚连锁网点达到 2,615 家，其中 198 家直营网点，2,417 家加盟店。老庙全新轻奢概念店在南京德基广场试营业，店内装修以橙色新视觉亮相，充满年轻活力，与时尚、现代、国际化的语言相呼应。位于豫园商城内的老庙景容楼文化旗舰店以全新金装外观重启营业，此次焕新升级是对老庙品牌和产品升级成果的集中展示。

3. 盈利预测与估值

维持买入评级。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，构建安全边际；物业开发与销售业务拓展新增长点；餐饮食品饮料业务高速增长，或成未来业绩新引擎。综合预计 2019-2021 年净利润分别为 33.4/40.1/40.1 亿，当前市值对应 9/8/8xPE。

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