

2020年02月06日

豫园股份 (600655.SH)

增持+回购计划相继推出，彰显控股股东及公司对未来发展信心

■事件：1) 公司控股股东复星高科技拟使用自有资金于6个月内（即2020年2月4日至8月3日），累计增持总金额不低于2,000万元的公司股份。2) 公司拟使用自有资金以不超过8.30元/股的价格，回购1000-2000万股，占公司目前总股本的0.26-0.51%，回购股份将全部用于股权激励计划。3) 公司已于2月5日以集中竞价的方式完成首次股份回购，共购得387,689股本公司A股股份，占本公司总股本的比例约为0.009982%，已支付的资金总额合计人民币2,721,472.68元（不含交易费用），成交价格为6.97-7.06元/股。

■点评：增持+回购计划相继推出，彰显控股股东及公司对未来发展信心：①复星集团在18年7月实现绝对控股后，就对上市公司高管团队实施市场化加薪，并在18年11月对豫园股份4位高管实施股票期权（450万股）和45位首期合伙人实施限制性股票激励（458万股）；②在复合功能地产业务注入后，公司在19年3月再次对地产业务6位高管实施第二期股票期权激励计划（540万股）。公司第一和第二期的股票期权行权条件均为2018-22年公司业绩复合增速不低于12%（三个行权期的考核），有望对公司未来2020-22年的业绩稳健增长实现良好绑定；③本次股权回购中，回购1000-2000万股的股份同样将再次用于股权激励计划，一方面表明公司对人才的重视，有助于进一步调动员工积极性和利益绑定，另一方面彰显公司对未来持续稳健成长的发展信心。

■当前估值对应股息率或达4%且PB为近10年低位，疫情情绪影响下估值具备优势。①自上市以来，公司保持着每年分红的优良传统，从未间断，平均分红率达25.13%。从股息率来看，就截止2月5日收盘的股价来算，2020年的股息率或达4.42%（以2020年2月5日收盘价7.03元计算，总股本数38.84亿，19年按照35%的分红率，34.5亿元净利润预测每股股利为 $34.5 \times 35\% / 38.84 = 0.31$ 元，股息率为 $0.31 / 7.03 = 4.42\%$ ）；②PB来看，当前PB已接近10年来最低位置。过去十年，PB均值为2.31x，当前PB仅为0.95x，跌至均值的一个标准差以下，估值处于历史低位。

■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，业绩有望保持稳健增长。虽然公司的部分松鹤楼及珠宝黄金业务或短期受疫情有

公司快报

证券研究报告

百货

投资评级 买入-A

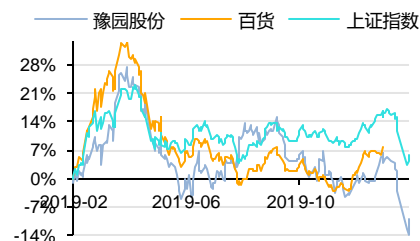
维持评级

12个月目标价：12.20元
股价（2020-02-06）7.17元

交易数据

总市值(百万元)	27,302.85
流通市值(百万元)	11,269.08
总股本(百万股)	3,883.76
流通股本(百万股)	1,603.00
12个月价格区间	6.72/10.29元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.07	-10.11	-16.78
绝对收益	-14.68	-15.91	-9.15

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：19Q3 扣非业绩高增长，珠宝+餐饮食品高速增长有望引领公司重估/刘文正	2019-11-02
豫园股份：中报业绩稳健增长，黄金珠宝业务门店利润增长双加速/刘文正	2019-08-27
豫园股份：拟收购如意情55.5%股权，豫园“大食品、大餐饮”战略再下一城/刘文正	2019-07-28
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

所影响，但考虑到公司地产业务的结算或具备一定调整空间，预计对2020年公司整体业绩影响较小。预计公司2019-2021年归母净利润分别为34.9亿元、39.1亿元、44.3亿，对应增速+15.5%/+12.1%/+13.2%，给予12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
主营业务收入	17,111.2	33,777.2	40,143.7	43,503.0	48,513.3
净利润	700.2	3,020.7	3,488.5	3,910.4	4,427.1
每股收益(元)	0.18	0.78	0.90	1.01	1.14
每股净资产(元)	2.85	7.39	7.83	8.49	9.23

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	39.0	9.0	7.8	7.0	6.2
市净率(倍)	2.5	1.0	0.9	0.8	0.8
净利润率	4.1%	8.9%	8.7%	9.0%	9.1%
净资产收益率	6.3%	10.5%	11.5%	11.9%	12.4%
股息收益率	0.8%	3.8%	4.1%	4.6%	5.4%
ROIC	17.5%	82.6%	32.2%	34.2%	20.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,111.2	33,777.2	40,143.7	43,503.0	48,513.3	成长性					
减:营业成本	14,370.7	25,089.5	31,748.4	34,042.8	37,676.6	营业收入增长率	9.4%	97.4%	18.8%	8.4%	11.5%
营业税费	225.4	1,636.6	273.0	217.5	242.6	营业利润增长率	69.8%	466.4%	13.2%	7.1%	8.7%
销售费用	749.3	1,207.5	1,244.5	1,740.1	2,134.6	净利润增长率	46.2%	331.4%	15.5%	12.1%	13.2%
管理费用	970.8	1,542.1	1,465.2	1,870.6	2,352.9	EBITDA 增长率	67.9%	296.8%	9.8%	3.4%	7.7%
财务费用	338.6	377.4	234.3	58.4	24.8	EBIT 增长率	92.2%	332.2%	10.3%	3.6%	8.0%
资产减值损失	-3.6	-40.0	1.0	0.8	2.0	NOPLAT 增长率	135.4%	326.1%	10.2%	3.6%	8.0%
加:公允价值变动收益	-83.9	-158.4	-53.7	20.9	4.0	投资资本增长率	-9.6%	182.6%	-2.5%	78.3%	-44.8%
投资和汇兑收益	434.8	784.9	120.0	21.0	17.3	净资产增长率	4.2%	182.4%	6.7%	8.3%	8.2%
营业利润	817.8	4,632.2	5,243.7	5,614.6	6,101.1	利润率					
加:营业外净收支	51.4	-34.0	12.0	21.9	15.8	毛利率	16.0%	25.7%	20.9%	21.7%	22.3%
利润总额	869.2	4,598.2	5,255.7	5,636.5	6,116.9	营业利润率	4.8%	13.7%	13.1%	12.9%	12.6%
减:所得税	211.5	1,175.9	1,313.9	1,409.1	1,529.2	净利润率	4.1%	8.9%	8.7%	9.0%	9.1%
净利润	700.2	3,020.7	3,488.5	3,910.4	4,427.1	EBITDA/营业收入	7.7%	15.4%	14.2%	13.6%	13.1%
						EBIT/营业收入	6.7%	14.7%	13.6%	13.0%	12.6%
						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	86
						流动资产周转天数	149	347	372	272	301
						应收帐款周转天数	7	11	10	9	10
						存货周转天数	67	181	190	172	182
						总资产周转天数	498	583	618	498	501
						投资资本周转天数	100	92	113	143	128
						投资回报率					
						ROE	6.3%	10.5%	11.5%	11.9%	12.4%
						ROA	2.7%	4.0%	7.5%	6.2%	6.8%
						ROIC	17.5%	82.6%	32.2%	34.2%	20.7%
						费用率					
						销售费用率	4.4%	3.6%	3.1%	4.0%	4.4%
						管理费用率	5.7%	4.6%	3.7%	4.3%	4.9%
						财务费用率	2.0%	1.1%	0.6%	0.1%	0.1%
						三费/营业收入	12.0%	9.3%	7.3%	8.4%	9.3%
						偿债能力					
						资产负债率	52.8%	62.3%	34.6%	45.3%	40.1%
						负债权益比	111.7%	165.0%	52.9%	82.7%	66.9%
						流动比率	1.02	1.61	1.81	1.74	1.91
						速动比率	0.58	0.75	0.97	0.45	1.01
						利息保障倍数	3.39	13.16	23.38	97.20	246.58
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	0.27	0.29	0.33	0.38
						分红比率	30.8%	34.7%	31.8%	32.4%	33.0%
						股息收益率	0.8%	3.8%	4.1%	4.6%	5.4%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
净利润	657.7	3,422.3	3,488.5	3,910.4	4,427.1	EPS(元)	0.18	0.78	0.90	1.01	1.14
加:折旧和摊销	183.6	265.4	235.4	235.4	235.4	BVPS(元)	2.85	7.39	7.83	8.49	9.23
资产减值准备	-3.6	10.7	-	-	-	PE(X)	39.0	9.0	7.8	7.0	6.2
公允价值变动损失	83.9	159.7	-53.7	20.9	4.0	PB(X)	2.5	1.0	0.9	0.8	0.8
财务费用	341.4	526.1	234.3	58.4	24.8	P/FCF	40.9	4.0	-2.4	-13.5	2.3
投资损失	-434.9	-748.8	-120.0	-21.0	-17.3	P/S	1.6	0.8	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	-42.5	401.6	453.3	317.1	160.6	EV/EBITDA	6.8	2.3	1.5	2.7	0.5
营运资金的变动	1,242.6	6,180.4	92.2	-10,071.4	9,818.8	CAGR(%)	85.9%	10.3%	106.9%	85.9%	10.3%
经营活动产生现金流量	1,113.1	7,577.4	4,330.0	-5,550.3	14,653.3	PEG	0.5	0.9	0.1	0.1	0.6
投资活动产生现金流量	-530.6	-2,285.3	-293.8	132.5	80.9	ROIC/WACC	1.7	8.2	3.2	3.4	2.1
融资活动产生现金流量	-37.2	2,740.4	-17,332.7	2,382.0	-4,183.9	REP	1.1	0.1	0.2	0.2	0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
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
	张杨	15801879050	zhangyang4@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
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@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