

豫园股份 (600655.SH)

拟控股复星津美，深度布局化妆品产业

核心观点:

- **拟收购复星津美 74.93% 股权，深度布局化妆品产业。**根据公司公告，豫园股份全资子公司豫园美丽健康集团拟出资 5.5818 亿元，收购亚东北辰投资管理有限公司（实际控制人为郭广昌）持有的复星津美 74.93% 股权。交易完成后，豫园股份持有复星津美的股权将由 13.65% 上升到 88.58%。复星津美拥有以色列化妆品品牌公司 AHAVA 的 100% 股权及草本护肤品公司 WEI 的 68% 股权。2019 年复星津美实现营业收入 6.05 亿元，净利润-2667.12 万元，净资产 8.26 亿元。
- **品牌资产优质，有望与豫园生态高度协同。**AHAVA 成立于 1988 年，是以色列国宝级化妆品品牌。根据公司公告，品牌以死海活性矿物质为原料，研发各种美容护肤产品。目前拥有 10 个高科技专利，4 大品类，10 条产品线，92 款单品，在 27 个国家和地区销售。2019 年以色列业务营业收入约 4.55 亿元、净利润约 0.18 亿元。WEI 由美籍华人 Ms. Brian 于 1999 年创立于美国，品牌定位为将中国古老草本精华与现代配方科技融合，现有高端护肤品牌 WEI（销售占比 82%，售价 200-1280 元）和大众护肤品牌 WEI EAST（售价 60-600 元）。WEI 品牌 2019 年营业收入约 1.14 亿元、净利润约 0.24 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**公司践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，通过投资并购不断丰富快乐时尚版图中品牌资产。同时，公司拥有丰富的商业、产业资源，有望与收购的品牌在市场、渠道等方面产生较好协同。考虑到本次交易尚需提交公司股东大会审议，暂不考虑对业绩的影响。预计 20-22 年公司归母净利润分别为 36.4 亿、42.3 亿、48.6 亿元，同比增长 13.6%、16.1%、14.9%。采用分部估值法，参考可比公司，维持公司合理价值 9.50 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**可选消费疲软导致黄金珠宝需求放缓；地产政策调控力度进一步加大；老字号连锁化扩张不达预期。

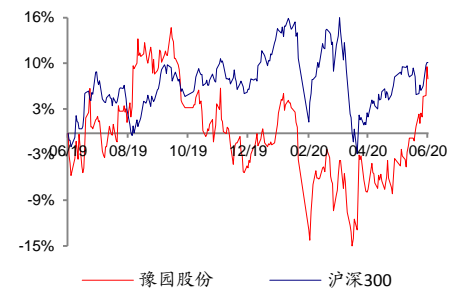
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,931	42,912	48,262	55,596	63,695
增长率(%)	7.7	26.5	12.5	15.2	14.6
EBITDA(百万元)	4,590	5,932	6,398	7,292	8,233
归母净利润(百万元)	3,033	3,208	3,643	4,230	4,860
增长率(%)	5.1	5.8	13.6	16.1	14.9
EPS(元/股)	0.78	0.83	0.94	1.09	1.25
市盈率(P/E)	9.47	9.49	9.02	7.77	6.76
市净率(P/B)	1.00	0.97	0.96	0.86	0.77
EV/EBITDA	5.68	5.93	5.79	4.86	3.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	8.46 元
合理价值	9.50 元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-03

相对市场表现



分析师：洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633

hongtao@gf.com.cn

相关研究:

豫园股份(600655.SH):产业运营+产业投资,消费版图不断扩张 2020-06-02

联系人: 贾雨朦 021-60750604
jiayumeng@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	58,070	64,314	71,736	78,961	88,178
货币资金	19,871	17,893	19,000	20,000	21,000
应收及预付	1,596	1,390	1,914	2,006	2,418
存货	30,806	36,215	42,045	47,890	55,547
其他流动资产	5,797	8,817	8,777	9,064	9,213
非流动资产	27,357	35,139	37,600	38,680	39,863
长期股权投资	7,295	7,238	9,238	9,738	10,238
固定资产	1,923	2,959	3,139	3,470	3,933
在建工程	22	355	635	885	1,105
无形资产	547	1,442	1,442	1,442	1,442
其他长期资产	17,571	23,146	23,146	23,146	23,146
资产总计	85,427	99,453	109,336	117,641	128,041
流动负债	36,241	44,187	49,780	52,946	57,270
短期借款	3,160	4,219	4,087	2,738	395
应付及预收	18,717	19,850	24,445	26,976	31,644
其他流动负债	14,364	20,117	21,248	23,232	25,231
非流动负债	16,981	18,793	19,493	20,193	20,893
长期借款	8,879	9,836	10,336	10,836	11,336
应付债券	2,000	2,600	2,800	3,000	3,200
其他非流动负债	6,102	6,357	6,357	6,357	6,357
负债合计	53,222	62,980	69,273	73,139	78,163
股本	3,881	3,884	3,884	3,884	3,884
资本公积	11,250	11,373	11,373	11,373	11,373
留存收益	12,496	14,652	17,627	21,340	25,814
归属母公司股东权益	28,730	31,378	34,353	38,065	42,539
少数股东权益	3,475	5,096	5,710	6,437	7,339
负债和股东权益	85,427	99,453	109,336	117,641	128,041

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33,931	42,912	48,262	55,596	63,695
营业成本	25,145	31,400	35,355	40,887	47,063
营业税金及附加	1,638	2,162	2,413	2,780	3,185
销售费用	1,208	1,524	1,737	1,946	2,166
管理费用	1,627	2,283	2,558	2,891	3,248
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	377	725	677	665	598
资产减值损失	-40	-10	-20	-25	-30
公允价值变动收益	-158	347	100	100	100
投资净收益	785	226	265	334	446
营业利润	4,645	5,374	5,867	6,836	7,951
营业外收支	-35	32	30	30	30
利润总额	4,610	5,406	5,897	6,866	7,981
所得税	1,176	1,500	1,639	1,909	2,219
净利润	3,434	3,906	4,257	4,957	5,762
少数股东损益	402	698	614	727	902
归属母公司净利润	3,033	3,208	3,643	4,230	4,860
EBITDA	4,590	5,932	6,398	7,292	8,233
EPS (元)	0.78	0.83	0.94	1.09	1.25

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7,616	3,534	4,703	4,234	5,049
净利润	3,434	3,906	4,257	4,957	5,762
折旧摊销	277	389	200	200	200
营运资金变动	4,333	-766	-610	-1,734	-1,580
其它	-429	6	855	811	667
投资活动现金流	-2,439	-3,582	-1,885	-286	-144
资本支出	-927	-515	-250	-220	-190
投资变动	-1,090	-3,422	-2,000	-500	-500
其他	-422	356	365	434	546
筹资活动现金流	2,869	-974	-1,711	-2,947	-3,905
银行借款	7,137	8,788	368	-849	-1,843
股权融资	473	65	0	0	0
其他	-4,741	-9,827	-2,079	-2,098	-2,062
现金净增加额	8,067	-1,176	1,107	1,000	1,000
期初现金余额	8,688	16,755	17,893	19,000	20,000
期末现金余额	16,755	15,579	19,000	20,000	21,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	7.7%	26.5%	12.5%	15.2%	14.6%
营业利润增长	8.1%	15.7%	9.2%	16.5%	16.3%
归母净利润增长	5.1%	5.8%	13.6%	16.1%	14.9%
获利能力					
毛利率	25.9%	26.8%	26.7%	26.5%	26.1%
净利率	10.1%	9.1%	8.8%	8.9%	9.0%
ROE	10.6%	10.2%	10.6%	11.1%	11.4%
ROIC	6.5%	6.8%	7.1%	7.6%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	63.3%	63.4%	62.2%	61.0%
净负债比率	165.3%	172.7%	172.9%	164.3%	156.7%
流动比率	1.60	1.46	1.44	1.49	1.54
速动比率	0.74	0.62	0.58	0.57	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.43	0.44	0.47	0.50
应收账款周转率	28.31	56.14	37.64	45.07	41.02
存货周转率	1.10	1.18	1.15	1.16	1.15
每股指标 (元)					
每股收益	0.78	0.83	0.94	1.09	1.25
每股经营现金流	1.96	0.91	1.21	1.09	1.30
每股净资产	7.40	8.08	8.85	9.80	10.95
估值比率					
P/E	9.47	9.49	9.02	7.77	6.76
P/B	1.00	0.97	0.96	0.86	0.77
EV/EBITDA	5.68	5.93	5.79	4.86	3.98

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

嵇文欣：高级分析师，硕士，毕业于南京大学。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。

贾雨朦：伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。