

强烈推荐-A (维持)

豫园股份 600655.SH

目标估值:

当前股价: 8.02 元

2019 年 10 月 28 日

黄金珠宝业务表现亮眼, 扣非净利润高增长

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	388106
已上市流通股(万股)	160160
总市值(亿元)	311
流通市值(亿元)	128
每股净资产(MRQ)	7.6
ROE(TTM)	10.6
资产负债率	65.4%
主要股东	上海复地投资管理有限
主要股东持股比例	26.37%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《豫园股份(600655)——黄金珠宝业务表现亮眼, 业绩稳健增长》2019-08-27
- 2、《豫园股份(600655)——内生外延整合三维度发展, 业务协同效应可期》2019-07-27
- 3、《豫园股份(600655)——主业增长稳健, 期权激励计划彰显公司发展信心》2019-04-30

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

研究助理

周洁

zhoujie10@cmschina.com.cn

事件: 豫园发布 2019 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 270.82 亿元, 同比提升 35.76%; 实现归母净利润为 12.39 亿元, 同比+9.02%; 实现扣非后归母净利润为 10.90 亿元, 同比+195.59%。

- **主业高速增长, 渠道拓展进一步加速。** 报告期营业收入达到 270.82 亿 (+35.76%), 主要原因在于珠宝时尚业务及物业开发项目交付引起营业收入较上年同期增加。其中珠宝时尚实现 150.78 亿元 (+15.73%), 老庙品牌通过深入挖掘中国传统五运文化, 不断迭代出新, 继古韵金 2.0 和“时来运转”系列后, 又推出“新中式”新品; 物业开发实现 97.60 亿元 (+91.54%)。渠道拓展进一步加速, 截至 2019 年 Q3, 公司连锁网点达到 2615 家, (2019Q3 单季度新增 198 家), 其中 198 家直营网点, 2,417 家加盟店。
- **运营改善带动毛利率提升, 扣非大幅增长+195.59%。** 若调整去年 q3 同控 4.73 亿影响后, 同口径下经调整扣非净利润为 8.42 亿 (+29.52%)。Q3 公司主营业务综合毛利率为 19.57% (+2.71pct)。公司前三季度销售/管理/财务费用率为 3.86/5.88/1.63%, 分别-0.13/0.41/0.39pct, Q3 单季度销售/管理/财务费用率为 4.90/6.98/1.38%, 分别+0.01/-0.35/0.31pct。2019 前年三季度利润率为 6.02% (-0.24pct), Q3 单季度净利率为 3.32% (-2.41pct)。
- **豫园通过用自身产业能力的提升和战略性并购扩大竞争优势, 二次重组助力豫园多赛道同时发展, 不断开拓业务增长空间。** 除主业外, 豫园文化餐饮和食品板块坚持聚焦字号品牌、聚焦产业链价值提升, 持续高速增长。餐饮管理和食品饮料分别达到 5.83/2.08 亿元, 分别实现 30.86/48.67% 的高速增长。看好豫园构建“快乐时尚产业+线下快乐时尚地标+线上快乐时尚家庭入口”的发展战略, 打造服务新兴中产家庭消费者的智能 C2M 生态系统。
- **投资建议:** 预计公司 2019/2020 年净利润为 34.18/37.77 亿元, 目前股价对应 PE 分别为 9.1/8.2 倍。
- **风险提示:** 1) 珠宝业务竞争激烈且同质化严重 2) 房地产行业面临宏观政策风险 3) 业务多元化、组织层级增多加大内部管理难度。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	17111	33777	36395	40034	44278
同比增长	9%	97%	8%	10%	11%
营业利润(百万元)	818	4632	5246	5785	6324
同比增长	70%	466%	13%	10%	9%
净利润(百万元)	700	3021	3418	3777	4137
同比增长	46%	331%	13%	11%	10%
每股收益(元)	0.49	0.78	0.88	0.97	1.07
PE	16.5	10.3	9.1	8.2	7.5
PB	1.0	1.1	1.0	.9	.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1：公司各季度业绩（单位：百万元）

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	Q3 同比
营业收入	5,348.75	13,829.14	8,106.07	11,546.92	7,429.20	38.90%
营业成本	4,366.09	9,201.21	6,641.93	8,275.04	5,729.48	31.23%
毛利润	982.66	4,627.93	1,464.13	3,271.87	1,699.72	72.97%
销售税金	606.83	939.07	80.91	738.78	316.77	-47.80%
销售费用	261.55	411.05	281.19	401.71	363.81	39.10%
管理费用	392.25	451.19	525.38	547.42	518.89	32.28%
财务费用	57.07	131.41	215.94	122.41	102.40	79.43%
投资收益	291.12	177.32	99.34	0.27	-21.87	-107.51%
资产减值损失	15.16	-83.29	0.00	0.00	-0.12	-100.81%
营业利润	328.69	2,976.24	538.52	1,333.46	383.34	16.63%
营业外收入	91.45	-4.40	42.42	65.16	8.91	-90.26%
营业外支出	8.04	62.31	5.71	2.94	14.95	86.00%
利润总额	412.11	2,909.53	575.23	1,395.67	377.30	-8.44%
所得税	319.98	734.83	186.32	401.83	130.84	-59.11%
净利润	306.29	2,174.70	388.91	993.85	246.46	-19.53%
少数股东权益	104.21	290.50	-13.10	374.41	28.89	-72.28%
归母净利润	202.08	1,884.19	402.02	619.43	217.57	7.67%

资料来源：公司公告，招商证券

表 2：各季度利润率 (%)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	Q3 同比
毛利率	18.37	33.47	18.06	28.34	22.88	4.51
销售费用率	4.89	2.97	3.47	3.48	4.90	0.01
管理费用率	7.33	3.26	6.48	4.74	6.98	-0.35
财务费用率	1.07	0.95	2.66	1.06	1.38	0.31
营业利润率	6.15	21.52	6.64	11.55	5.16	-0.99
净利率	5.73	15.73	4.80	8.61	3.32	-2.41
所得税率	77.64	25.26	32.39	28.79	34.68	-42.97

资料来源：公司公告，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7167	58001	53167	58599	64682
现金	2440	19813	23656	25992	28454
交易性投资	542	1110	574	574	574
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	217	1195	275	302	334
其它应收款	99	495	400	440	487
存货	3074	30806	27107	30018	33421
其他	795	4582	1155	1274	1412
非流动资产	16949	27253	23629	23572	23523
长期股权投资	4182	7295	3850	3850	3850
固定资产	1907	1921	1931	1941	1949
无形资产	513	547	492	443	399
其他	10346	17491	17356	17339	17326
资产总计	24116	85254	76796	82172	88205
流动负债	7011	36099	27636	29744	32210
短期借款	2500	3160	0	0	0
应付账款	396	4075	637	706	786
预收账款	318	14598	15776	17470	19450
其他	3796	14266	11223	11569	11974
长期负债	5712	16981	13685	13685	13685
长期借款	3084	8879	8879	8879	8879
其他	2629	8102	4805	4805	4805
负债合计	12723	53080	41320	43429	45894
股本	1437	3881	3881	3881	3881
资本公积金	2460	12253	12253	12253	12253
留存收益	7187	12565	15401	18153	21156
少数股东权益	308	3475	3941	4456	5020
归属于母公司所有者权益	11085	28699	31535	34287	37291
负债及权益合计	24116	85254	76796	82172	88205

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1113	7577	9959	3234	3370
净利润	700	3021	3418	3777	4137
折旧摊销	184	265	299	290	283
财务费用	341	526	340	340	341
投资收益	(435)	(749)	(600)	(700)	(800)
营运资金变动	374	4490	6034	(991)	(1159)
其它	(51)	24	469	518	568
投资活动现金流	(531)	(2285)	4461	466	566
资本支出	(754)	(927)	(234)	(234)	(234)
其他投资	223	(1359)	4695	700	800
筹资活动现金流	(37)	2740	(10577)	(1365)	(1474)
借款变动	5	(12746)	(6359)	0	0
普通股增加	(0)	2444	0	0	0
资本公积增加	(46)	9793	0	0	0
股利分配	(144)	(216)	(582)	(1025)	(1133)
其他	148	3465	(3636)	(340)	(341)
现金净增加额	545	8032	3844	2335	2462

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17111	33777	36395	40034	44278
营业成本	14371	25089	27114	30026	33430
营业税金及附加	225	1637	1274	1321	1417
营业费用	749	1208	1347	1481	1638
管理费用	971	1542	1674	1802	1948
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	339	377	340	340	341
资产减值损失	(4)	(40)	0	(20)	(20)
公允价值变动	(84)	(158)	(100)	(50)	0
投资收益	435	785	700	750	800
营业利润	818	4632	5246	5785	6324
营业外收入	61	143	120	140	160
营业外支出	9	177	150	150	150
利润总额	869	4598	5216	5775	6334
所得税	211	1176	1332	1482	1632
净利润	658	3422	3884	4292	4701
少数股东损益	(43)	402	466	515	564
归属于母公司净	700	3021	3418	3777	4137

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	9%	97%	8%	10%	11%
营业利润	70%	466%	13%	10%	9%
净利润	46%	331%	13%	11%	10%
获利能力					
毛利率	16.0%	25.7%	25.5%	25.0%	24.5%
净利率	4.1%	8.9%	9.4%	9.4%	9.3%
ROE	6.3%	10.5%	10.8%	11.0%	11.1%
ROIC	3.4%	7.3%	8.9%	9.1%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	62.3%	53.8%	52.9%	52.0%
净负债比率	25.5%	17.9%	11.6%	10.8%	10.1%
流动比率	1.0	1.6	1.9	2.0	2.0
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.5	1.5	0.9	1.1	1.1
应收帐款周转率	75.8	47.8	49.5	138.9	139.2
应付帐款周转率	34.3	11.2	11.5	44.7	44.8
每股资料 (元)					
EPS	0.49	0.78	0.88	0.97	1.07
每股经营现金	0.77	1.95	2.57	0.83	0.87
每股净资产	7.71	7.39	8.13	8.83	9.61
每股股利	0.15	0.15	0.26	0.29	0.32
估值比率					
PE	16.5	10.3	9.1	8.2	7.5
PB	1.0	1.1	1.0	.9	.8
EV/EBITDA	11.2	11.2	7.1	7.0	3.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要方向为新零售和超市。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。