

批零贸易业/可选消费品

豫园股份 (600655)

老庙收入利润高速增长，2020 稳中求进

——2019 年报点评

	瞿猛 (分析师)	陈彦辛 (分析师)
	021-38676442	021-38676430
	zimeng@gjas.com	Chenyanxin@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517070001

本报告导读:

公司黄金珠宝业务 2019 年收入、利润高速增长，渠道扩张和产品升级效果显现；2020 年疫情影响有限，地产业务稳步前进，黄金珠宝疫情后有望继续加快扩张。

投资要点:

- 投资建议：公司黄金珠宝业务 2019 年高速、高质发展；疫情期间，老庙 Q1 订货会较早，受影响小；地产业务业绩承诺期保持稳健利润、现金流贡献。考虑疫情影响，略下调公司 2020-2021 年 EPS 为：0.92 (-0.07) / 1.06 (-0.07)，预计 2022 年 EPS 为 1.18 元，考虑公司高资产价值，综合给予 2021 年 PE9 倍，维持目标价 9.8 元，增持评级。
- 公司 2019 年收入 429.1 亿元，同比增加 26.47%；归母净利润 32.1 亿元，同比增加 5.8%，符合市场预期。拟每股分红 0.29 元，股息率 4.2%。公司年报披露 2020 年计划实现收入 480 亿元人民币，同比 12%，EBIT 利润 78 亿，同比 12%。
- 老庙快速扩张，Q4 行业回暖，毛利率、净利率提升。2019 珠宝时尚业务营收 205 亿元，同比增长 23%，占公司总营收比重为 48%，实现净利润 4.9 亿元，同比大幅增长 68.97%，占公司报表净利润比重达到 15.27%。受益金价上行，毛利率由相较 2018(6.9%)提升至 8.4%。渠道方面，全年净增加门店 669 个，连锁网点达到 2759 家，其中 199 个直营网点，2560 家加盟店。
- 2020 年地产持续稳健增长，疫情后黄金珠宝有望加速扩张。公司地产业务 2020 年在业绩承诺期内，已有项目陆续释放，平稳增长可期。公司订货会在 1 月中旬举行，受疫情影响不大，目前门店已基本复工，后续将把握疫情后小品牌退出的机会，继续加大渠道扩张力度。
- 风险提示：经济下滑致消费承压，行业竞争加剧，疫情影响扩大等。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33,931	42,912	47,761	55,117	60,849
(+/-)%	8%	26%	11%	15%	10%
经营利润 (EBIT)	4,313	5,543	5,763	6,566	7,255
(+/-)%	3%	29%	4%	14%	11%
净利润 (归母)	3,033	3,208	3,556	4,103	4,575
(+/-)%	5%	6%	11%	15%	11%
每股净收益 (元)	0.78	0.83	0.92	1.06	1.18
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	12.7%	12.9%	12.1%	11.9%	11.9%
净资产收益率 (%)	10.6%	10.2%	10.6%	10.9%	10.9%
投入资本回报率 (%)	11.1%	9.4%	10.7%	11.4%	12.4%
EV/EBITDA	6.08	6.31	5.09	4.10	3.07
市盈率	9.27	8.76	7.91	6.85	6.15
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.80

上次预测: 9.80

当前价格: 7.24

2020.03.24

交易数据

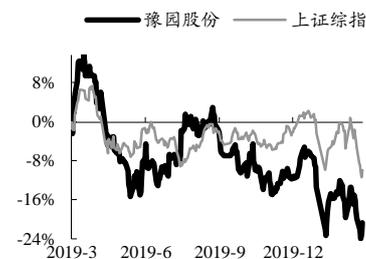
52 周内股价区间 (元)	6.36-10.44
总市值 (百万元)	28,118
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,884/1,603
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	41%
日均成交量 (百万股)	7.87
日均成交值 (百万元)	59.04

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	31,378
每股净资产	8.08
市净率	0.9
净负债率	11.94%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.10	0.09
Q2	0.16	0.16
Q3	0.06	0.07
Q4	0.51	0.60
全年	0.83	0.92

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-7%	-15%
相对指数	5%	2%	-6%

相关报告

《老庙新花快速扩张，快乐时尚平台起航》
2019.11.07

模型更新时间: 2020.03.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

豫园股份 (600655)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.80

上次预测: 9.80

当前价格: 7.24

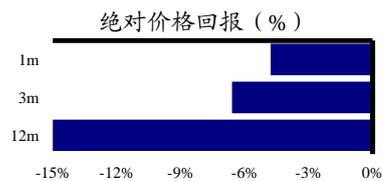
公司网址

www.yuyuantm.com.cn

公司简介

公司地处上海中心商业区,是一家集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游、房地产、金融和进出口贸易等产业为一体,多元化发展的国内一流的综合性商业集团。

公司旗下拥有众多以中国驰名商标、中华老字号、上海市著名商标和百年老店等为核心的产业品牌资源,包括“老庙黄金”、“亚一金店”、“南翔小笼”等。



52 周价格范围: 6.36-10.44
市值 (百万): 28,118

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业收入	33,931	42,912	47,761	55,117	60,849
营业成本	25,145	31,400	35,137	40,829	45,157
税金及附加	1,638	2,162	2,386	2,756	3,045
销售费用	1,208	1,524	1,810	2,012	2,160
管理费用	1,627	2,283	2,665	2,954	3,231
EBIT	4,313	5,543	5,763	6,566	7,255
公允价值变动收益	-158	347	0	0	0
投资收益	785	226	120	110	110
财务费用	377	725	142	40	-48
营业利润	4,645	5,374	5,756	6,660	7,438
所得税	1,176	1,500	1,584	1,829	2,039
少数股东损益	402	698	728	840	937
归母净利润	3,033	3,208	3,556	4,103	4,575
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	20,982	18,898	17,862	20,255	24,953
其他流动资产	37,088	45,416	45,527	53,440	57,797
长期投资	7,295	7,238	7,238	7,238	7,238
固定资产合计	1,923	2,959	2,959	2,959	2,959
无形及其他资产	18,140	24,942	25,113	25,310	25,521
资产合计	85,427	99,453	98,699	109,201	118,468
流动负债	36,241	44,187	43,217	48,776	52,531
非流动负债	16,981	18,793	16,193	16,193	16,193
股东权益	32,205	36,474	39,288	44,232	49,744
投入资本(IC)	29,020	42,464	39,496	42,047	42,860
现金流量表					
NOPLAT	3213	4005	4207	4793	5296
折旧与摊销	277	389	0	0	0
流动资金增量	-2,753	2,046	-3,139	2,354	603
资本支出	-927	-515	-58	-75	-89
自由现金流	-191	5,924	1,010	7,072	5,810
经营现金流	7,616	3,534	7,766	2,850	5,169
投资现金流	-2,439	-3,582	62	35	21
融资现金流	2,869	-974	-8,865	-492	-492
现金流净增加额	8,046	-1,021	-1,036	2,393	4,698
财务指标					
成长性					
收入增长率	7.7%	26.5%	11.3%	15.4%	10.4%
EBIT 增长率	2.6%	28.5%	4.0%	13.9%	10.5%
净利润增长率	5.1%	5.8%	10.8%	15.4%	11.5%
利润率					
毛利率	25.9%	26.8%	26.4%	25.9%	25.8%
EBIT 率	12.7%	12.9%	12.1%	11.9%	11.9%
归母净利润率	8.9%	7.5%	7.4%	7.4%	7.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.6%	10.2%	10.6%	10.9%	10.9%
总资产收益率(ROA)	3.6%	3.2%	3.6%	3.8%	3.9%
投入资本回报率(ROIC)	11.1%	9.4%	10.7%	11.4%	12.4%
运营能力					
存货周转天数	394	390	357	374	371
应收账款周转天数	10	8	8	8	8
总资产周转天数	795	786	757	688	683
净利润现金含量	251.1%	110.2%	218.4%	69.4%	113.0%
资本支出/收入	2.7%	1.2%	0.1%	0.1%	0.1%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	63.3%	60.2%	59.5%	58.0%
净负债率	-6.7%	19.1%	0.6%	-5.8%	-16.3%
估值比率					
PE(现价)	9.27	8.76	7.91	6.85	6.15
PB	1.00	0.97	0.84	0.75	0.67
EV/EBITDA	6.08	6.31	5.09	4.10	3.07
P/S	0.83	0.66	0.59	0.51	0.46
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

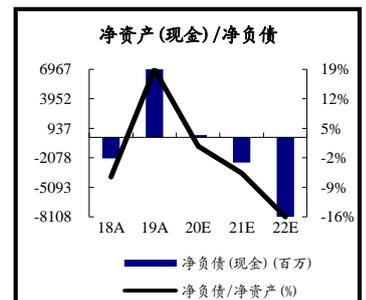
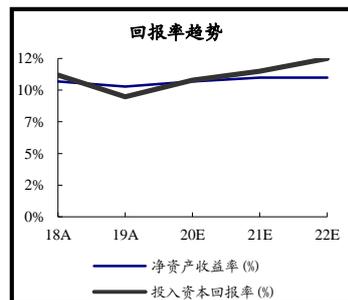
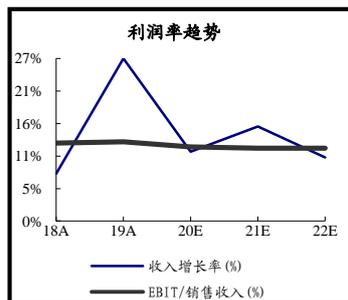
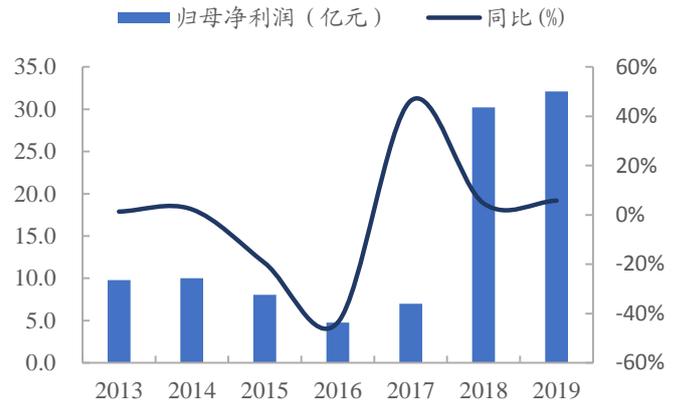


图 1: 2019 收入增速 26%，较 2018 年大幅提升



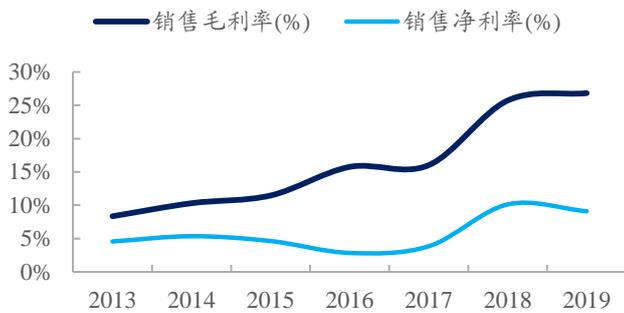
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 2019 归母净利润 32.08 亿, 同比增长 6%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 2019 销售毛利率稳定 27%，销售净利率 9%



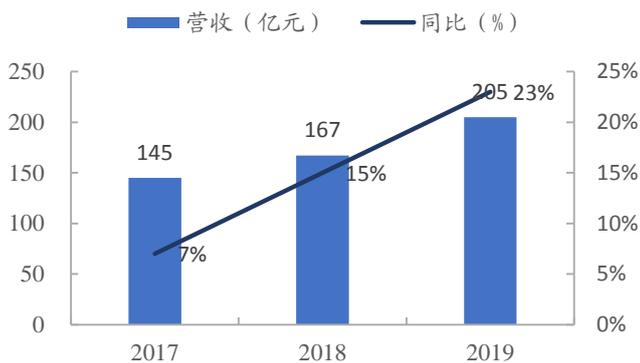
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2019Q3 销售费用率 4%，管理费用率下降至 5%



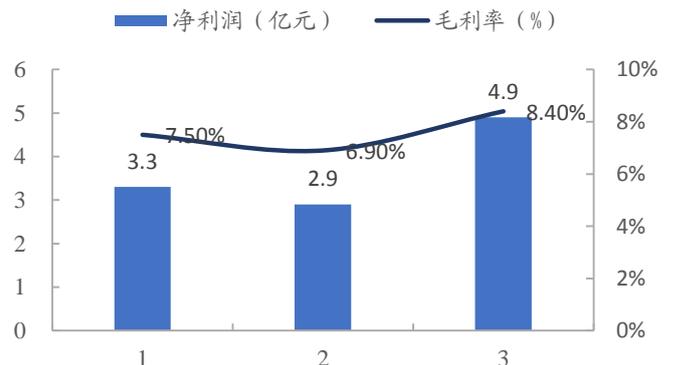
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 2019 豫园黄金珠宝营收 205 亿, 同比 23%



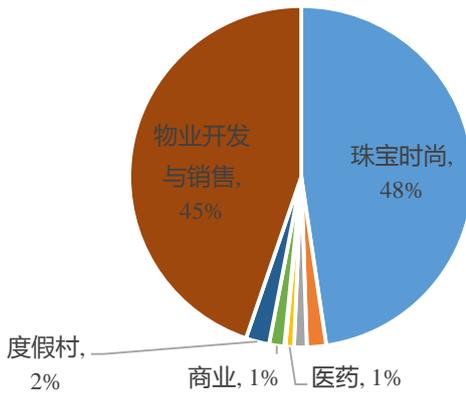
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 2019 黄金珠宝净利润三年复合增速 20%



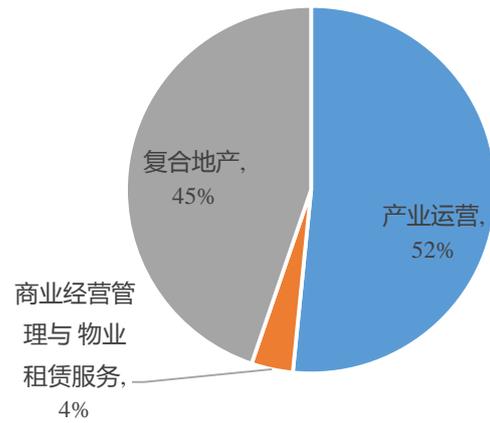
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 2019 黄金珠宝类销售占比 48%



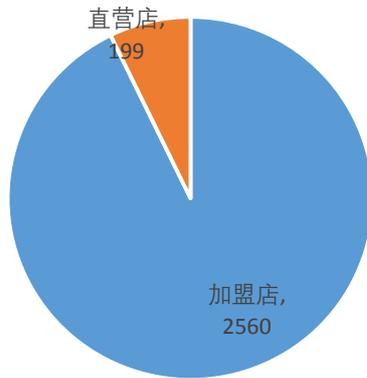
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 2019 复合地产销售占比 45%



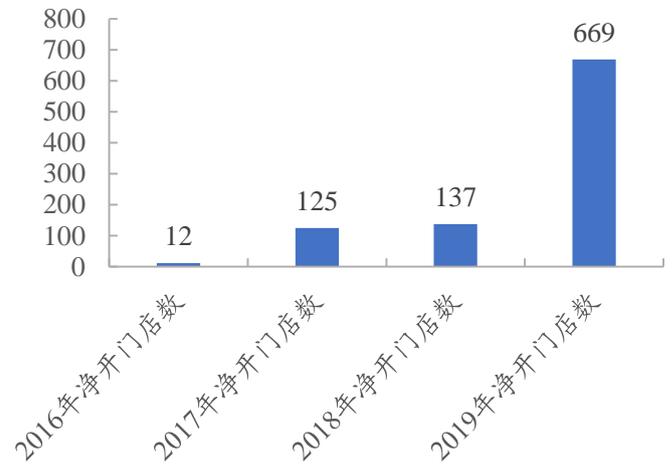
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2019 豫园珠宝加盟店 2560 家, 直营店 199 家



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 2019 黄金珠宝净开店 669 家, 总店数 2759 家



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 1: 2019 黄金珠宝直营店同店增速-15%, 坪效 14.88 万元/平方米/年

黄金饰品	2018 年直营门店数 (家)	2019 直营门店数 (家)	同店增速 (%)	坪效 (万元/平方米.年)
零售 (上海)	130	143	-15.29%	15.43
零售 (外地)	51	56	-16.24%	10.08
合计	181	199	-15.33%	14.88

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 2019 黄金珠宝销售详情 (单位: 万元)

销售模式	2019			2018		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
零售	324,243	276,396	12.47%	348,300	296,336	14.34%
批发	1,683,712	1,581,018	6.02%	1,319,413	1,246,093	4.97%
合计	2,007,955	1,857,414	7.06%	1,667,713	1,542,430	6.93%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		