

拟收购金徽酒 29.9%股权并取得控制，持续加码家庭消费产业

豫园股份 (600655)

事件

公司发布公告：拟以 12.07 元/股的价格，通过协议转让方式收购甘肃亚特集团持有的 29.99998%金徽酒股份，交易总价款为 18.4 亿元。若本次交易完成，豫园股份将成为金徽酒控股股东。

简评

标的系西北地区强势白酒品牌，若交易完成豫园将成为实控人

金徽酒位于陇南徽县，与五粮液、剑南春、泸州老窖等共同分布于长江流域中国名酒长廊地区。前身系康庆坊、永盛源等多个酒坊基础上组建的甘肃省大型白酒企业，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。金徽酒专注于浓香型白酒的生产和销售，主导产品有“金徽”、“陇南春”两大品牌，涵盖“金徽”、“世纪金徽星级”、“世纪金徽陈香”、“陇南春”等四大系列。2016 年，金徽酒在上海证券交易所上市。

本次收购前，李明持有甘肃亚特 98%股权，甘肃亚特持有金徽酒 51.57%股权。若本次交易完成，豫园股份将取得金徽酒 29.9%股份并取得控制权。

收购价格合理，协同效应空间广阔

2019 年金徽酒实现营收 16.34 亿元，归母净利润 2.7 亿元，本次交易价格 12.07 元/股，较 5 月 25 日收盘价 13.03 元/股折价 7.4%，对应 19PE 约 23X，交易对价合理。

若此次交易达成，豫园及其大股东复星集团与金徽酒协同空间较大。复星持有青岛啤酒 15.67%股份，在酒类经营、渠道资源等方面具备经验，此次收购助力复星集团切入白酒赛道，且金徽酒与复星/豫园旗下的其他家庭消费产业（黄金珠宝、餐饮、旅游、商业地产等）可形成联动优势，有望助力金徽酒省外扩张；另一方面，参考复星入主豫园经验，复星在豫园商城推行合伙人制度、加码激励机制，收效显著。

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2020 年 05 月 28 日

当前股价：8.09 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
10.97/10.22	10.37/15.53	-0.07/1.85	
12 月最高/最低价 (元)			9.16/6.36
总股本 (万股)			388,376.2
流通 A 股 (万股)			160,299.81
总市值 (亿元)			314.2
流通市值 (亿元)			129.68
近 3 月日均成交量 (万)			811.16
主要股东			
上海复地投资管理有限公司			26.35%

股价表现



相关研究报告

- 20.04.24 【中信建投商业贸易】豫园股份 (600655):Q1 收入逆势提升，扣非业绩同比增长 36%
- 20.03.25 【中信建投商业贸易】豫园股份 (600655):收入增速大幅提升，各业务板块全面增强
- 20.02.06 【中信建投商业贸易】豫园股份 (600655):推出股份回购计划&控股股东增持，彰显公司长期发展信心

产业运营+产业投资双轮驱动，持续加码布局家庭消费产业

豫园股份践行“**产业运营+产业投资**”，持续构建“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台”的三位一体战略：收购 IGI 与 DJULA 加强珠宝产业链布局，牵手希尔思与爱宠医生切入宠物新兴赛道，收购海鸥、上海表进军国表行业，逐步形成了面向新兴中产阶级消费者，具有独特竞争优势的产业集群。此次收购围绕公司既定的家庭消费产业布局方向，有望进一步丰富、充实公司快乐时尚版图中的战略性品牌和产品资源。

投资建议：我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 37.9、42.6、47.8 亿，EPS 为 0.98、1.1、1.23 元/股，对应 PE 为 8.3X、7.4X、6.6X，当前公司 PB 约为 1X 左右，安全边际大且股息率高，维持“买入”评级。

风险因素：收购过程具有不确定性或进度低于预期；行业竞争加剧；居民消费边际倾向下降

表：盈利预测（单位：百万元）

利润表	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,912.2	48,112.2	55,413.5	64,003.2	成长性				
减：营业成本	31,400.2	37,515.9	43,155.6	49,902.1	营业收入增长率	27.0%	12.1%	15.2%	15.5%
营业税费	2,161.6	-	-	-	营业利润增长率	16.0%	1.4%	18.1%	13.0%
销售费用	1,524.4	1,804.2	2,161.1	2,528.1	净利润增长率	6.2%	18.1%	12.4%	12.2%
管理费用	2,283.3	2,626.9	3,103.2	3,584.2	EBITDA 增长率	24.2%	4.2%	18.7%	13.7%
财务费用	725.2	838.0	1,034.5	1,225.6	EBIT 增长率	23.3%	2.6%	18.8%	13.8%
资产减值损失	-10.5	10.0	19.5	21.2	NOPLAT 增长率	18.2%	7.0%	18.8%	13.8%
加：公允价值变动收益	346.9	-156.4	199.4	228.0	投资资本增长率	50.5%	-40.3%	133.3%	-37.9%
投资和汇兑收益	225.8	287.0	296.0	303.2	净资产增长率	13.4%	4.1%	8.8%	9.4%
营业利润	5,374.3	5,447.8	6,435.0	7,273.2	利润率				
加：营业外净收支	31.8	26.5	52.3	24.0	毛利率	26.8%	22.0%	22.1%	22.0%
利润总额	5,406.1	5,474.3	6,487.3	7,297.2	营业利润率	12.5%	11.3%	11.6%	11.4%
减：所得税	1,499.9	1,368.6	1,621.8	1,824.3	净利润率	7.5%	7.9%	7.7%	7.5%
净利润	3,208.2	3,789.1	4,260.3	4,779.3	EBITDA/营业收入	15.1%	14.0%	14.4%	14.2%
资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	14.3%	13.1%	13.5%	13.3%
货币资金	17,892.9	9,622.4	11,082.7	13,056.6	运营效率				
交易性金融资产	1,004.8	1,135.5	1,283.1	1,449.9	固定资产周转天数	20	22	20	17
应收帐款	1,971.0	960.6	2,838.4	1,744.7	流动营业资本周转天数	87	59	75	82
应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	513	350	344	357
预付帐款	625.5	797.3	631.5	1,090.7	应收帐款周转天数	15	11	12	13
存货	36,214.8	12,868.9	56,080.6	27,762.1	存货周转天数	281	184	224	236
其他流动资产	6,605.1	3,752.4	4,848.2	5,068.6	总资产周转天数	775	609	567	550
可供出售金融资产	-	1,023.9	764.1	596.0	投资资本周转天数	134	115	124	122
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	7,238.1	7,238.1	7,238.1	7,238.1	ROE	10.2%	11.6%	12.1%	12.4%
投资性房地产	18,232.9	18,232.9	18,232.9	18,232.9	ROA	3.9%	6.5%	4.4%	6.5%
固定资产	2,958.5	3,052.8	3,041.9	2,942.2	ROIC	34.6%	24.6%	48.9%	23.9%
在建工程	354.5	272.7	223.6	194.2	费用率				
无形资产	1,441.9	1,380.5	1,319.0	1,257.6	销售费用率	3.6%	3.8%	3.9%	4.0%

公司简评报告

其他非流动资产					管理费用率	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%
资产总额	99,453.2	63,458.9	111,162.5	84,363.2	财务费用率	1.7%	1.7%	1.9%	1.9%
短期债务	4,219.2	50.6	5,457.3	-	三费/营业收入	10.6%	11.0%	11.4%	11.5%
应付帐款	10,798.6	4,178.5	15,966.7	8,582.0	偿债能力				
应付票据	27.3	1.5	42.7	12.2	资产负债率	63.3%	40.2%	62.8%	46.5%
其他流动负债					负债权益比	172.7%	67.1%	169.2%	86.8%
长期借款	9,836.0	-	6,709.0	-	流动比率	1.46	1.54	1.39	1.60
其他非流动负债					速动比率	0.64	0.86	0.37	0.71
负债总额	62,979.6	25,488.2	69,864.2	39,193.9	利息保障倍数	8.45	7.50	7.22	6.93
少数股东权益	5,095.7	5,412.4	6,017.5	6,711.1	分红指标				
股本	3,883.8	3,881.1	3,881.1	3,881.1	DPS(元)	-	0.29	0.33	0.37
留存收益	26,024.9	28,677.3	31,399.7	34,577.1	分红比率	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	36,473.5	37,970.7	41,298.3	45,169.3	股息收益率	0.0%	3.6%	4.1%	4.6%
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,906.2	3,789.1	4,260.3	4,779.3	EPS(元)	0.83	0.98	1.10	1.23
加:折旧和摊销	389.0	449.0	521.4	590.7	BVPS(元)	8.08	8.39	9.09	9.91
资产减值准备	53.9	-	-	-	PE(X)	9.8	8.3	7.4	6.6
公允价值变动损失	-346.9	-156.4	199.4	228.0	PB(X)	1.0	1.0	0.9	0.8
财务费用	919.8	838.0	1,034.5	1,225.6	P/FCF	14.4	-4.7	11.5	10.4
投资收益	-225.8	-287.0	-296.0	-303.2	P/S	0.7	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	697.9	316.7	605.2	693.6	EV/EBITDA	2.7	1.4	2.7	1.0
营运资金的变动	-1,908.7	9,788.2	-15,906.8	9,722.1	CAGR(%)	11.9%	84.1%	12.4%	11.9%
经营活动现金流	3,534.5	14,737.5	-9,582.0	16,936.0	PEG	0.8	0.1	0.6	0.6
投资活动现金流	-3,581.7	-1,398.2	-139.4	-262.3	ROIC/WACC	3.3	2.4	4.7	2.3
融资活动现金流	-974.0	-21,609.8	11,181.7	-14,699.8	REP	0.3	0.4	0.2	0.2

数据来源: Wind, 中信建投研究发展部

分析师介绍

史琨：CFA，金融学硕士，2017年7月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李星星
邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk