

审慎增持 (维持)

豫园股份 (600655)

珠宝业务稳健扩张,消费产业持续延展--豫园股份 2020 中报点评

2020 年 08 月 27 日

市场数据

市场数据日期	2020-08-26
收盘价(元)	9.48
总股本(百万股)	3883.76
流通股本(百万股)	1603.00
总市值(百万元)	36818.06
流通市值(百万元)	15196.42
净资产(百万元)	30885.75
总资产(百万元)	102676.79
每股净资产	7.95

相关报告

《地产贡献主要增量,黄金珠宝稳健增长--豫园股份 2020 一季报点评》
2020-04-25

《超额完成扩张计划,收入显著加速--豫园股份 2019 年报点评》
2020-03-27

《股份回购彰显信心,主业双核驱动加速成长》
2020-02-05

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

金秋

jinqiu@xyzq.com.cn

S0190520080004

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	42912	47362	52657	57509
同比增长	26.5%	10.4%	11.2%	9.2%
净利润(百万元)	3208	3516	4009	4350
同比增长	5.8%	9.6%	14.0%	8.5%
毛利率	26.8%	26.8%	27.6%	27.4%
净利率	7.5%	7.4%	7.6%	7.6%
净资产收益率(%)	10.2%	15.0%	14.8%	14.0%
每股收益(元)	0.83	0.91	1.03	1.12
每股经营现金流(元)	0.91	1.44	1.23	1.08

投资要点

- **珠宝业务稳健扩张,地产销售签约情况良好。**2020H1 公司实现总营收 200.54 亿元,同比增长 0.88%,其中 Q1、Q2 分别实现营收 103.03 亿元(+27.10%)和 97.52 亿元(-17.17%),二季度有所下滑。分板块看:珠宝业务维持稳健增长,二季度拓店速度加快,上半年珠宝业务净开店 208 家,其中二季度 149 家。截至本报告期末,珠宝营业网点共计 2967 家(其中加盟店 2767 家);二季度地产业务营收下滑,销售签约量增长;二季度食百及工艺品销售、时尚表业实现较快增长;受疫情影响,餐饮、度假村营收下滑,文化餐饮连锁化加速。
- **二季度毛利率下滑,投资收益增厚业绩。**公司上半年实现归属于上市公司股东的净利润 11.05 亿元,同比增长 10.37%,其中 Q1、Q2 分别实现 3.25 亿元(-19.10%)和 7.80 亿元(+30.13%)。2020Q2 公司销售毛利率同比下滑 2.75pp 至 25.59%,期间费用率大幅提升 2.59pp 至 11.87%,其中销售费用率提升 1.99pp 至 5.47%。在销售毛利率下滑,期间费用率上升的情况下,2020Q2 的业绩仍保持增长,主要系所得税费用减少,以及投资收益、公允价值变动和其他收益增加。
- **贯彻“内生增长、外延拓展、整合发展”思路,持续布局快乐、时尚产业。**1) 珠宝业务品牌升级,双品牌覆盖全线城市。2) 外延式并购围绕公司主业,进行上下游的铺排,增加客群和产品的覆盖面。3) 适时推出限制性股票激励计划和期权计划充分绑定员工利益,截止 5 月 7 日发布公告,公司已回购 10,000,076 股 A 股股份用于后续股权激励计划。
- **调整盈利预测:** 预计 2020—2022 年收入 473.62、526.57、575.09 亿元,归母净利润为 35.16、40.09、43.50 亿元,实现 EPS 分别为 0.91、1.03、1.12 元,2020 年 8 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 10.5、9.2、8.4 倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 市场竞争风险; 国际黄金价格波动的风险; 公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险; 政策风险

报告正文**事件**

- **豫园股份披露 2020 年半年报。**公司报告期内实现营业总收入 200.54 亿元，同比增长 0.88%，实现归母净利润 11.05 亿元，同比上升 10.37%。其中 2020Q2 收入 97.52 亿元 (-17.17%)，归母净利润 7.8 亿元 (+30.13%)。

点评

- **珠宝业务稳健扩张，地产销售签约情况良好。**2020H1 公司实现总营收 200.54 亿元，同比增长 0.88%，其中 Q1、Q2 分别实现营收 103.03 亿元 (+27.10%) 和 97.52 亿元 (-17.17%)，二季度有所下滑。分板块看：

1) 疫情影响下珠宝业务维持稳健增长，二季度拓店速度加快。上半年公司珠宝业务实现收入 100.95 亿元 (+2.87%)，占总营收 51.79%，其中 Q1、Q2 分别实现 53.96 亿元 (+1.06%) 和 49.89 亿元 (+4.92%)，疫情对珠宝业务的影响逐渐减弱，二季度营收增幅扩大，拓店速度相比一季度加快。上半年珠宝业务净开店 208 家，其中二季度 149 家。截至本报告期末，珠宝营业网点共计 2967 家 (其中加盟店 2767 家)。

2) 二季度地产业务营收下滑，销售签约量增长。上半年公司地产业务实现收入 81.41 亿元 (-0.08%)，其中 Q1、Q2 分别实现 41.50 亿元 (119.31%) 和 39.91 亿元 (-36.20%)，二季度下滑明显。上半年公司房地产业务开发实现销售签约额约 68.2 亿元 (其中 Q2 签约额约 47.4 亿元)，实现销售签约面积约 36.34 万平方米 (其中 Q2 签约面积约 23.34 万平方米)，二季度销售签约额和签约面积相比一季度明显增长。

3) 二季度食百及工艺品销售、时尚表业实现较快增长。Q2 食百及工艺品销售实现营收增速达到 272.46%，系公司于 2019 年下半年完成收购的如意情项目带来的增量。2020 年上半年公司完成收购上海表业及海鸥表业项目，报告期内时尚表业贡献营收 1.42 亿元。

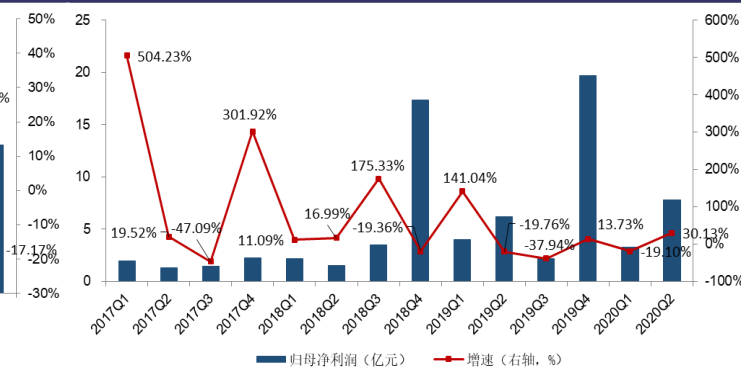
4) 受疫情影响，餐饮、度假村营收下滑，文化餐饮连锁化加速。2020 年上半年，社会消费品零售总额 172,256 亿元，同比下降 11.4%。其中餐饮收入 14,609 亿元，下降 32.8%，受大环境影响，公司上半年餐饮实现营收 1.62 亿元，同比下滑-58.84%。同时，公司文化餐饮连锁化加速，鹤松面馆进驻上海杭州核心商圈，连锁门店已达 13 家，春风松叶楼首开园外店。度假村收入

2.71 亿元, 同比下滑-42.02%, 主要系新冠疫情影响下部分海外游客订单取消导致。

图 1、豫园股份单季营收及增速



图 2、豫园股份单季归母净利润及增速



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 二季度毛利率下滑, 投资收益增厚业绩。** 公司上半年实现归属于上市公司股东的净利润 11.05 亿元, 同比增长 10.37%, 其中 Q1、Q2 分别实现 3.25 亿元 (-19.10%) 和 7.80 亿元 (+30.13%)。2020Q2 公司销售毛利率同比下滑 2.75pp 至 25.59%, 主要系贡献收入 51.16%、40.92% 的珠宝业务、地产业务毛利率分别下滑 2.16pp、19.2pp 至 7.39% 和 45.79%。期间费用率大幅提升 2.59pp 至 11.87%, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别提升 1.99pp、0.18pp、0.35pp 至 5.47%、4.92%、1.41%。在销售毛利率下滑, 期间费用率上升的情况下, 2020Q2 的业绩仍保持增长, 主要系所得税费用占销售收入的比重减少 0.8pp 至 2.68%, 以及投资收益、公允价值变动和其他收益增加, 三者占销售收入的比重分别上升 3.1pp、0.18pp、0.86pp 至 3.1%、0.2%、0.29%。投资收益增加主要系对联营企业招金矿业、友谊复星和复星高科的投资收益增加。

图 3、豫园股份单季销售毛利率及净利率

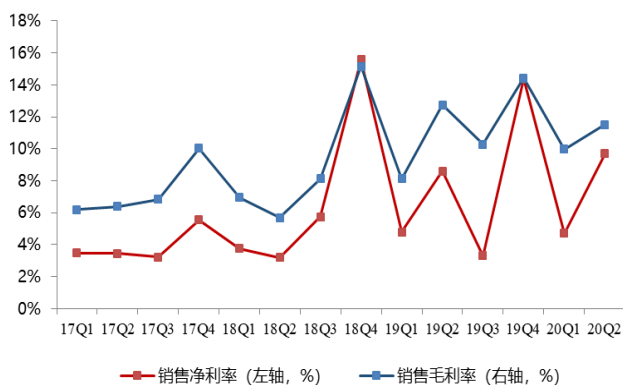
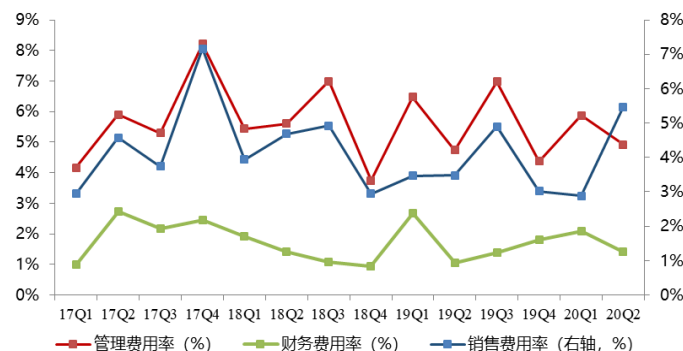


图 4、豫园股份季度期间费用率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 贯彻“内生增长、外延拓展、整合发展”思路，持续布局快乐、时尚产业。
 - 1) 珠宝业务继续调整产品结构，古韵金系列爆款产品打造迭代升级，借力粉丝经济配合新式营销打法，助力销售。疫情期间，豫园珠宝时尚集团不断在私域、直播领域的作出新的尝试。
 - 2) 外延式并购围绕公司主业，进行上下游的铺排，增加客群和产品的覆盖面，如黄金珠宝板块收购 IGI，入股星光达；轻奢品类控股法国轻奢设计师品牌 Djula、与意大利顶级奢华品牌 Damiani 成立中国合资企业；国潮时尚产品品类收购海鸥表业和上海表业；化妆品板块收购复星津美；地产板块新增长沙、上海、苏州、南京四个城市项目土地储备等。
 - 3) 适时推出限制性股票激励计划和期权计划充分绑定员工利益。公司于 2 月 6 日发布公告进行股份回购，回购股份将全部用于股权激励计划。截至 5 月 7 日公司发布公告，已按披露的方案完成回购，累计回购 10,000,076 股，占公司总股本 0.2575%。同时公司已于 19 年底完成新一届董事会换届，此时推出股权激励计划将深度绑定公司与管理层利益，开启全面增长，剑指更高发展目标。
- 调整盈利预测：预计 2020—2022 年收入 473.62、526.57、575.09 亿元，归母净利润为 35.16、40.09、43.50 亿元，实现 EPS 分别为 0.91、1.03、1.12 元，2020 年 8 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 10.5、9.2、8.4 倍，维持“审慎增持”评级。
- 风险提示：市场竞争风险；国际黄金价格波动的风险；公司业务多元化、组织层级增多可能引发的管理风险；政策风险

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	64314	64552	68281	70903
货币资金	17893	16000	16000	16000
交易性金融资产	1005	1700	1700	1700
应收账款	764	873	891	864
其他应收款	1208	1144	1155	1387
存货	36215	38922	41647	44562
非流动资产	35139	30642	31376	31901
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	7238	7238	7238	7238
投资性房地产	18233	14693	14693	14693
固定资产	2959	2947	2919	2883
在建工程	355	326	305	300
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1442	1684	1883	2131
资产总计	99453	95194	99657	102804
流动负债	44187	51811	52214	52379
短期借款	4219	15591	13260	11419
应付票据	27	30	33	36
应付账款	6755	7431	8174	8991
其他	33185	28759	30747	31932
非流动负债	18793	14507	14535	13145
长期借款	9836	9836	9836	9836
其他	8957	4671	4699	3309
负债合计	62980	66318	66749	65524
股本	3884	3876	3876	3876
资本公积	11373	983	983	983
未分配利润	12899	16329	19461	22893
少数股东权益	5096	5496	5896	6296
股东权益合计	36474	28876	32908	37280
负债及权益合计	99453	95194	99657	102804

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3906	3516	4009	4350
折旧和摊销	295	236	246	251
资产减值准备	54	44	6	6
无形资产摊销	94	84	88	86
公允价值变动损失	-347	10	10	10
财务费用	920	1619	2092	1846
投资损失	-226	-412	-350	-371
少数股东损益	698	400	400	400

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	42912	47362	52657	57509
营业成本	31400	34690	38110	41724
营业税金及附加	2162	1894	2106	2300
销售费用	1524	1658	1843	2243
管理费用	2283	2463	2724	3163
财务费用	725	1619	2092	1846
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动	347	10	10	10
投资收益	226	412	350	371
营业利润	5374	5459	6142	6614
营业外收入	208	130	130	130
营业外支出	176	170	170	170
利润总额	5406	5419	6102	6574
所得税	1500	1504	1693	1824
净利润	3906	3916	4409	4750
少数股东损益	698	400	400	400
归属母公司净利润	3208	3516	4009	4350
EPS(元)	0.83	0.91	1.03	1.12

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	26.5%	10.4%	11.2%	9.2%
营业利润增长率	15.7%	1.6%	12.5%	7.7%
净利润增长率	5.8%	9.6%	14.0%	8.5%

盈利能力

毛利率	26.8%	26.8%	27.6%	27.4%
净利率	7.5%	7.4%	7.6%	7.6%
ROE	10.2%	15.0%	14.8%	14.0%

偿债能力

资产负债率	63.3%	69.7%	67.0%	63.7%
流动比率	1.46	1.25	1.31	1.35
速动比率	0.64	0.49	0.51	0.50

营运能力

资产周转率	46.4%	48.7%	54.0%	56.8%
应收帐款周转率	4186.1%	5483.1%	5683.5%	6237.3%

每股资料(元)

营运资金的变动	-766	-736	1052	576	每股收益	0.83	0.91	1.03	1.12
经营活动产生现金流量	3534	5601	4773	4175	每股经营现金	0.91	1.44	1.23	1.08
投资活动产生现金流量	-3582	2807	-46	-87	每股净资产	8.09	6.03	6.97	7.99
融资活动产生现金流量	-974	-10301	-4727	-4088					
现金净变动	-1176	-1893	-0	-0	估值比率(倍)				
现金的期初余额	16755	17893	16000	16000	PE	11.5	10.5	9.2	8.4
现金的期末余额	15579	16000	16000	16000	PB	1.2	1.6	1.4	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn