豫园股份（600655.SH）

2020 年 10 月 27 日

三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划

——公司信息更新报告

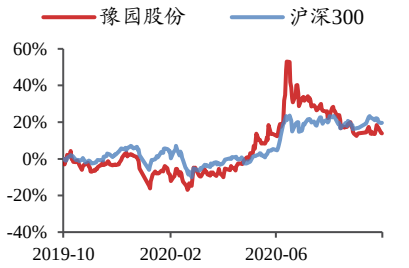
投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

日期	2020/10/27
当前股价(元)	8.83
一年最高最低(元)	12.29/6.36
总市值(亿元)	342.94
流通市值(亿元)	141.54
总股本(亿股)	38.84
流通股本(亿股)	16.03
近 3 个月换手率(%)	37.66

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-家庭快乐消费龙头，新兴赛道蓄势待发》-2020.9.20

● 公司 2020 年三季度业绩高增长

公司发布三季报：2020 年前三季度实现营收 291 亿元（+5%），归母净利润 15.9 亿元（+31%）；其中 Q3 营收 90 亿元（+21%），归母净利润 4.8 亿元（+122%），业绩超预期。我们认为，公司珠宝门店逆势快速扩张，婚庆需求释放驱动行业逐渐回暖；同时公司围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，业态布局的丰富完善有望为公司带来盈利与估值双升。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 34.89/41.43/49.88 亿元，对应 EPS 为 0.90/1.07/1.28 元，当前股价对应 PE 为 10/8/7 倍，维持“买入”评级。

● 黄金珠宝业务收入增速逐季提升，费用率整体保持稳定

前三季度公司珠宝时尚业务实现收入 163 亿元（+8%），其中 Q3 收入 59 亿元（+19%），增速逐季提升（Q1/Q2 增速分别为 1%/5%）；前三季度物业开发板块实现收入 100 亿元（+2%），增速保持平稳。费用方面，Q3 单季度公司销售/管理/财务费用率分别为 4.4%（-0.5pct）/7.0%（+0pct）/2.7%（+1.3pct），整体保持稳定，财务费用率上升主要原因为借款增加。前三季度公司经营净现金流为-31 亿元（2019 年同期为-8 亿元），主要原因为获取房地产项目导致现金支出增加。

● 珠宝门店逆势快速扩张，拟推出首期员工持股计划增强凝聚力

2020 年前三季度公司净增珠宝门店 463 家，门店合计达 3222 家，疫情中逆势实现快速扩张。近期社零数据显示，黄金珠宝消费回暖明显，婚庆需求释放有望带动公司同店进一步恢复。公司也积极推进消费产业新兴赛道布局：2020 年已在多地新开松鹤楼面馆 16 家，餐饮板块连锁化加速；10 月完成对金徽酒进一步增持后合计控股 38%，赋能后的金徽酒未来有望进一步贡献业绩增量（金徽酒 Q3 单季度实现净利润 0.39 亿元，+40%）。此外，公司拟针对高管及员工共 94 人推出首期持股计划，股权激励考核要求为 2020 年归母净利润不低于 34 亿元（受激励员工购买回购股票的价格为 3.7 元/股，合计不超过 598.2 万股）。员工持股计划推出，有望进一步增强公司凝聚力，保障短期业绩的确定性。

风险提示：金价波动风险、黄金珠宝终端销售回暖乏力、渠道扩张不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,777	42,912	48,143	57,113	66,686
YOY(%)	97.4	27.0	12.2	18.6	16.8
归母净利润(百万元)	3,021	3,208	3,489	4,143	4,988
YOY(%)	331.4	6.2	8.7	18.8	20.4
毛利率(%)	25.7	26.8	26.3	26.4	26.8
净利率(%)	8.9	7.5	7.2	7.3	7.5
ROE(%)	10.6	10.7	10.4	11.2	12.1
EPS(摊薄/元)	0.78	0.83	0.90	1.07	1.28
P/E(倍)	11.4	10.7	9.8	8.3	6.9
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	58001	64314	83847	101614	112517
现金	19813	17893	33877	40189	46926
应收票据及应收账款	1195	764	1434	1174	1872
其他应收款	684	1208	914	1603	1336
预付账款	395	625	520	839	747
存货	30806	36215	39493	50200	54027
其他流动资产	5109	7609	7609	7609	7609
非流动资产	27253	35139	36222	37455	38797
长期投资	7295	7238	7388	7588	7838
固定资产	1921	2959	3451	4173	4906
无形资产	547	1442	1696	1906	2161
其他非流动资产	17491	23500	23687	23788	23891
资产总计	85254	99453	120069	139068	151314
流动负债	36099	44187	63249	79682	88717
短期借款	3160	4219	21338	32745	35843
应付票据及应付账款	4095	6783	5505	9052	7864
其他流动负债	28844	33185	36406	37885	45010
非流动负债	16981	18793	17378	16000	14388
长期借款	10879	12436	11021	9643	8031
其他非流动负债	6102	6357	6357	6357	6357
负债合计	53080	62980	80627	95682	103105
少数股东权益	3475	5096	5702	6421	7288
股本	3881	3884	3884	3884	3884
资本公积	11150	11373	11373	11373	11373
留存收益	12565	14652	17410	20653	24521
归属母公司股东权益	28699	31378	33740	36964	40921
负债和股东权益	85254	99453	120069	139068	151314

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	7577	3534	6412	-1077	8186
净利润	3422	3906	4095	4863	5854
折旧摊销	265	389	321	393	391
财务费用	377	725	828	971	1134
投资损失	-785	-226	-306	-356	-406
营运资金变动	4318	-766	1628	-6773	1398
其他经营现金流	-21	-494	-155	-175	-185
投资活动现金流	-2285	-3582	-943	-1095	-1142
资本支出	927	516	1255	1426	1483
长期投资	-346	-2898	-150	0	-250
其他投资现金流	-1705	-5964	161	331	91
筹资活动现金流	2740	-974	-6602	-2924	-3405
短期借款	660	1059	0	0	0
长期借款	7796	1557	-1415	-1378	-1612
普通股增加	2444	3	0	0	0
资本公积增加	10167	223	0	0	0
其他筹资现金流	-18326	-3815	-5187	-1546	-1793
现金净增加额	8054	-1176	-1134	-5096	3639

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33777	42912	48143	57113	66686
营业成本	25089	31400	35470	42022	48832
营业税金及附加	1637	2162	2425	2877	3359
营业费用	1208	1524	1733	2170	2534
管理费用	1542	2283	2672	3113	3601
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	377	725	828	971	1134
资产减值损失	-40	-10	18	18	18
其他收益	42	38	29	29	29
公允价值变动收益	-158	347	155	175	185
投资净收益	785	226	306	356	406
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	4632	5374	5487	6502	7828
营业外收入	143	208	172	175	177
营业外支出	177	176	134	116	107
利润总额	4598	5406	5525	6561	7898
所得税	1176	1500	1430	1698	2044
净利润	3422	3906	4095	4863	5854
少数股东损益	402	698	606	720	866
归母净利润	3021	3208	3489	4143	4988
EBITDA	5179	6335	6231	7823	9353
EPS(元)	0.78	0.83	0.90	1.07	1.28

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	97.4	27.0	12.2	18.6	16.8
营业利润(%)	466.4	16.0	2.1	18.5	20.4
归属于母公司净利润(%)	331.4	6.2	8.7	18.8	20.4
获利能力					
毛利率(%)	25.7	26.8	26.3	26.4	26.8
净利率(%)	8.9	7.5	7.2	7.3	7.5
ROE(%)	10.6	10.7	10.4	11.2	12.1
ROIC(%)	7.4	7.5	6.1	6.4	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	62.3	63.3	67.2	68.8	68.1
净负债比率(%)	2.2	22.3	11.7	20.0	7.9
流动比率	1.6	1.5	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	47.8	43.8	43.8	43.8	43.8
应付账款周转率	11.2	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.83	0.90	1.07	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	0.91	1.65	-0.28	2.11
每股净资产(最新摊薄)	7.39	8.08	8.69	9.52	10.54
估值比率					
P/E	11.4	10.7	9.8	8.3	6.9
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	7.3	7.0	6.2	4.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn