

老凤祥 (600612.SH)

19 年业绩稳健增长, 1Q20 表现优于行业

核心观点:

- **19 年保持高速展店, 1Q20 表现优于行业。**公司 19 年实现营收 496.3 亿元, 同比增长 13.35%; 实现归母净利润 14.1 亿元, 同比增长 16.89%; 实现归母扣非净利润 13.1 亿元, 同比增长 21.39%。1Q20 实现营收 144.9 亿元, 同比下降 3.44%; 实现归母净利润 3.7 亿元, 同比下降 0.56%; 实现归母扣非净利润 3.8 亿元, 同比增长 10.33%。19 年公司网点达 3893 家, 全年净增 372 家; 1Q20 净减少 2 家至 3891 家。
- **受益金价上涨毛利率提升, 费用率平稳。**2019 年毛利率同比增长 0.23pp 至 8.47%; 1Q20 毛利率同比增长 0.71pp 至 8.17%, 主要得益于金价上涨和品类结构优化。2019 年期间费用率同比减少 0.20pp 至 2.99%, 其中销售费用率同比减少 0.12pp 至 1.50%, 管理费用率同比减少 0.11pp 至 0.99%。1Q20 期间费用率同比提升 0.21pp 至 3.10%, 其中销售费用率同比提升 0.17pp 至 1.94%, 管理费用率同比下滑 0.05pp 至 0.64%。2019 年实现经营性净现金流-12.5 亿元, 主要由于黄金采购增加所致; 1Q20 经营性现金流净额回正至 29.3 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**公司品牌历史悠久, 门店数量领先, 品类矩阵齐全, 具有较强的抗风险能力。2020 年是“双百行动”的最后一年, 公司积极深化国企改革, 主要包括(1)解决子公司股权的历史遗留问题, 引进“国新双百壹号”, 发挥央地融合优势;(2)推行职业经理人制度, 选取三家子公司于 2020 年起进行试点。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 15.4/18.3/21.0 亿元, 对应增速分别 9.7%/18.5%/14.5%。综合考虑行业格局, 公司业绩增速及可比公司估值水平, 给予 20 年 18XPE, 合理价值为 53.13 元/股, 维持买入评级。
- **风险提示。**金价波动致使黄金首饰需求放缓; 原材料波动造成毛利率波动; 高端消费景气度下降抑制黄金珠宝消费。

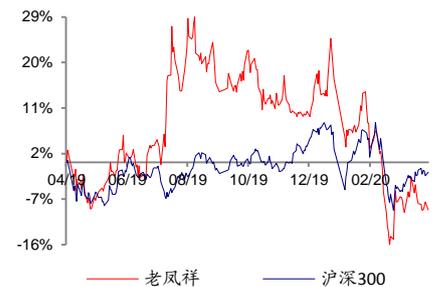
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43,784	49,629	53,658	62,013	69,576
增长率(%)	10.0	13.3	8.1	15.6	12.2
EBITDA(百万元)	2,303	2,854	2,894	3,428	3,855
归母净利润(百万元)	1,205	1,408	1,544	1,830	2,096
增长率(%)	6.0	16.9	9.7	18.5	14.5
EPS(元/股)	2.30	2.69	2.95	3.50	4.01
市盈率(P/E)	19.54	17.69	13.21	11.15	9.73
市净率(P/B)	3.80	3.55	2.38	1.96	1.63
EV/EBITDA	11.07	10.05	6.68	5.35	4.39

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	39.0 元
合理价值	53.13 元
前次评级	买入
报告日期	2020-04-27

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执业证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究:

- 老凤祥 (600612.SH):19 年 2020-03-16
业绩符合预期, 疫情影响短期经营
- 老凤祥 (600612.SH):受益 2019-10-27
金价上涨, 3Q19 业绩超预期
- 老凤祥 (600612.SH):2Q19 2019-08-28
增长环比提速, 金价催化剂延续

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

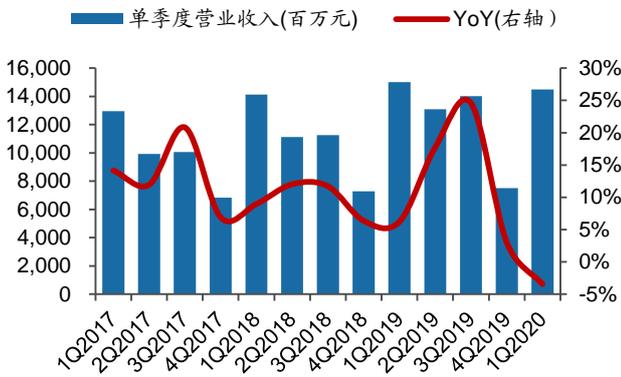
19年保持高速展店,1Q20表现优于行业。公司2019年实现营业收入496.3亿元,同比增长13.35%;实现归母净利润14.1亿元,同比增长16.89%;实现归母扣非净利润13.1亿元,同比增长21.39%。1Q20实现营收144.9亿元,同比下降3.44%;实现归母净利润3.7亿元,同比下降0.56%;实现归母扣非净利润3.8亿元,同比增长10.33%。2019年老凤祥网点达3893家,全年净增372家;1Q20净减少2家至3891家。公司一季度收入仅小个位数下滑,优于珠宝行业。主要由于(1)公司收入构成以黄金为主,今年1Q金价较去年同期上涨20%以上,抵消黄金销量下滑(同比下降23.8%)。(2)20年春节较早,12月订货会与1月订货会间隔较近,部分加盟商将12月备货移至1月,导致1月订货会增长较好。

受益金价上涨毛利率提升,费用率平稳。2019年毛利率同比增长0.23pp至8.47%;1Q20毛利率同比增长0.71pp至8.17%;主要得益于金价上涨和品类结构优化。2019年期间费用率同比减少0.20pp至2.99%,其中销售费用率同比减少0.12pp至1.50%,管理费用率同比减少0.11pp至0.99%。1Q20期间费用率同比+0.21pp至3.10%,其中销售费用率同比+0.17pp至1.94%,管理费用率同比-0.05pp至0.64%。现金流方面:2019年全年实现经营性净现金流-12.5亿元,主要由于金价上涨趋势下黄金采购增加所致;1Q20经营性现金流净额回正至29.3亿元。

2019年公司有诸多经营亮点:(1)保持快速开店态势,2019年门店净增加372家至3893家,其中加盟店净增加370家至3709家,加速向三四线市场拓展。(2)推出新营销活动,公司在上海首次实行老凤祥会员制度,定期举办线上线下会员活动;尝试采用网红直播方式宣传品牌活动及品牌形象,充分发挥抖音等新媒体效应,完善老凤祥微信公众号运营。(3)海外市场平稳有序,调整了海外三家子公司采购流程,由香港公司统一配货,缩短配货周期。根据海外市场特点增加钻石、翡翠、有色宝石类镶嵌产品,优化产品结构。(4)加快产品创新和工艺升级,黄金精品销售量同比增长14.71%;非黄类产品中钻石、珍珠等非黄类首饰继续保持良好的发展势头,全年镶嵌首饰销售同比增长9.79%。(5)分公司模式运转良好,老凤祥有限下属的山东、河南、重庆三家子公司,带动区域发展的优势明显,全年业绩同比增长11.4%,高于全国的平均增幅。

公司品牌历史悠久,门店数量领先,品类矩阵齐全,具有较强的抗风险能力。2020年是“双百行动”的最后一年,公司积极深化国企改革,主要包括(1)解决子公司股权的历史遗留问题,报告期内完成上海老凤祥钻石加工中心有限公司自然人股东9.71%股权的改革工作,引进了战略投资者国新双百壹号(杭州)股权投资合伙企业。(2)推行职业经理人制度,选取三家子公司于2020年起进行试点。预计公司20-22年归母净利润分别为15.4/18.3/21.0亿元,对应增速分别为9.7%/18.5%/14.5%。综合考虑行业格局,公司业绩增速及可比公司估值水平,给予20年18XPE,合理价值为53.13元/股,维持买入评级。

图 1: 单季度营业收入与YoY



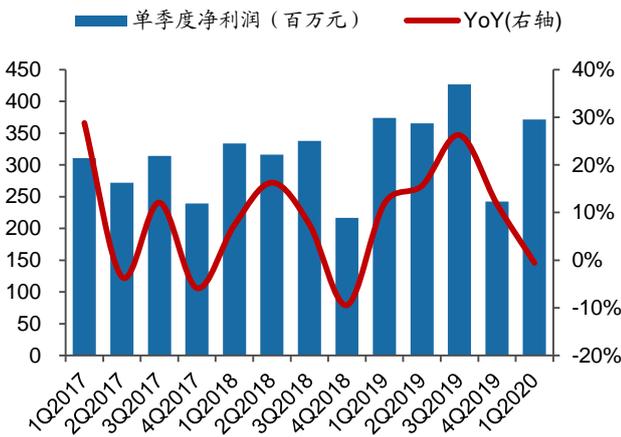
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 累计营业收入与YoY



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 单季度归母净利润与YoY



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 累计归母净利润与YoY



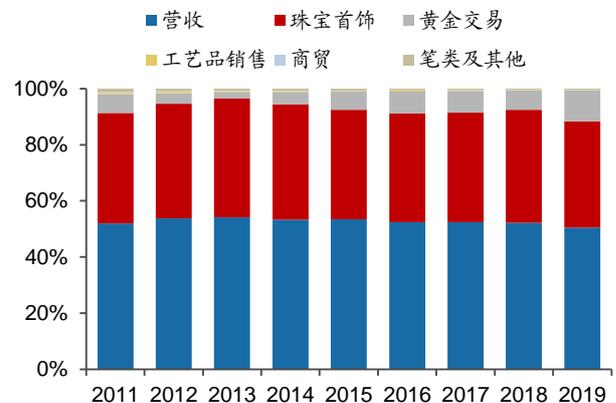
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 门店合计和净增加数量



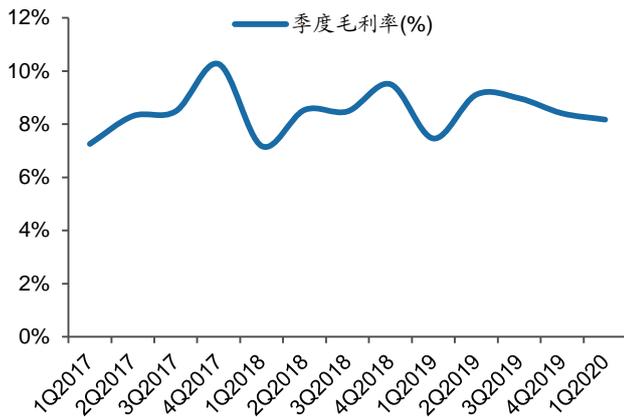
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司营业收入构成



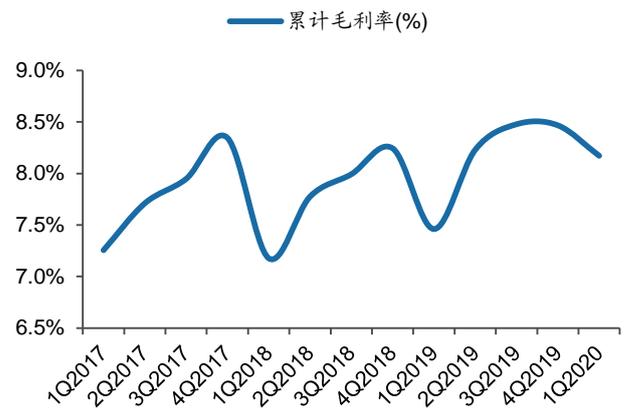
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 单季度毛利率



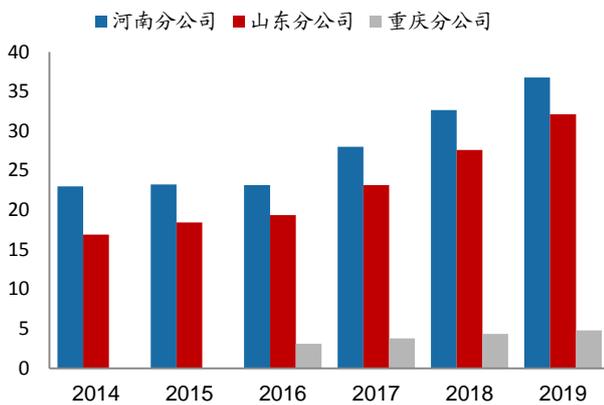
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 累计毛利率



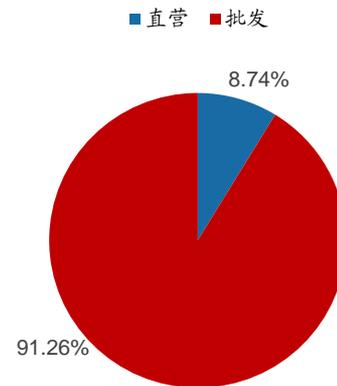
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 9: 三家分公司收入 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 10: 珠宝业务销售模式结构 (2019年)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

风险提示

- (1) 金价波动致使黄金首饰需求放缓;
- (2) 原材料波动造成毛利率波动;
- (3) 高端消费景气度下降抑制黄金珠宝消费。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,617	16,405	14,556	16,149	18,108
货币资金	4,750	4,320	4,000	4,000	4,507
应收及预付	819	412	833	963	1,080
存货	8,901	11,405	9,416	10,868	12,192
其他流动资产	147	268	307	318	329
非流动资产	869	776	776	776	776
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	346	332	332	332	332
在建工程	18	15	15	15	15
无形资产	98	94	94	94	94
其他长期资产	407	336	336	336	336
资产总计	15,486	17,181	15,332	16,925	18,884
流动负债	6,990	7,700	3,843	3,060	2,297
短期借款	4,678	7,055	1,875	894	0
应付及预收	802	655	1,643	1,804	2,026
其他流动负债	1,509	-11	325	362	270
非流动负债	1,112	1,140	1,140	1,140	1,140
长期借款	1,029	1,047	1,047	1,047	1,047
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	82	93	93	93	93
负债合计	8,102	8,840	4,983	4,200	3,437
股本	523	523	523	523	523
资本公积	512	511	511	511	511
留存收益	5,153	5,988	7,532	9,362	11,458
归属母公司股东权益	6,191	7,020	8,566	10,396	12,492
少数股东权益	1,193	1,321	1,782	2,329	2,955
负债和股东权益	15,486	17,181	15,332	16,925	18,884

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	43,784	49,629	53,658	62,013	69,576
营业成本	40,175	45,427	49,095	56,669	63,572
营业税金及附加	191	170	215	248	278
销售费用	710	744	837	955	1,071
管理费用	470	490	590	682	765
研发费用	20	22	27	31	35
财务费用	210	253	172	184	149
资产减值损失	1	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-115	100	0	0	0
投资净收益	94	-222	0	0	0
营业利润	2,109	2,462	2,722	3,244	3,706
营业外收支	41	31	0	0	0
利润总额	2,150	2,493	2,722	3,244	3,706
所得税	586	663	717	867	984
净利润	1,564	1,830	2,005	2,377	2,722
少数股东损益	359	422	461	547	626
归属母公司净利润	1,205	1,408	1,544	1,830	2,096
EBITDA	2,303	2,854	2,894	3,428	3,855
EPS (元)	2.30	2.69	2.95	3.50	4.01

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-371	-1,254	5,055	1,086	1,477
净利润	1,564	1,830	2,005	2,377	2,722
折旧摊销	85	77	0	0	0
营运资金变动	-2,275	-3,671	2,853	-1,395	-1,321
其它	255	510	197	104	76
投资活动现金流	-10	-336	0	0	0
资本支出	-52	-27	0	0	0
投资变动	-51	-317	0	0	0
其他	93	7	0	0	0
筹资活动现金流	767	1,163	-5,375	-1,086	-970
银行借款	1,796	2,397	-5,180	-981	-894
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,030	-1,234	-194	-104	-76
现金净增加额	386	-428	-320	0	507
期初现金余额	4,353	4,740	4,320	4,000	4,000
期末现金余额	4,740	4,310	4,000	4,000	4,507

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	10.0%	13.3%	8.1%	15.6%	12.2%
营业利润增长	9.8%	16.8%	10.6%	19.1%	14.3%
归母净利润增长	6.0%	16.9%	9.7%	18.5%	14.5%
获利能力					
毛利率	8.2%	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%
净利率	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%
ROE	19.5%	20.1%	18.0%	17.6%	16.8%
ROIC	17.5%	17.1%	23.6%	24.1%	24.1%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	51.5%	32.5%	24.8%	18.2%
净负债比率	43.3%	47.2%	19.1%	11.5%	5.5%
流动比率	2.09	2.13	3.79	5.28	7.88
速动比率	0.81	0.64	1.31	1.69	2.52
营运能力					
总资产周转率	3.03	3.04	3.30	3.84	3.89
应收账款周转率	59.55	85.62	73.00	73.00	73.00
存货周转率	4.99	4.47	5.21	5.21	5.21
每股指标 (元)					
每股收益	2.30	2.69	2.95	3.50	4.01
每股经营现金流	-0.71	-2.40	9.66	2.08	2.82
每股净资产	11.84	13.42	16.38	19.87	23.88
估值比率					
P/E	19.54	17.69	13.21	11.15	9.73
P/B	3.80	3.55	2.38	1.96	1.63
EV/EBITDA	11.07	10.05	6.68	5.35	4.39

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

嵇文欣：联系人，南京大学硕士，2017年开始从事商贸零售行业研究，2020年加入广发证券发展研究中心，曾就职于西南证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5% - 15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。