

老凤祥（600612）深度研究报告

品牌渠道积淀深厚，百年黄金珠宝龙头受益金价上行

强推（首次）

目标价：62元

当前价：47.16元

- ❖ **171年老凤祥品牌历史，股权改革焕发新活力。**老凤祥品牌源于1848年慈溪望族费汝明于上海南市所创办的凤祥裕记银楼，跨越三个世纪延续至今。目前老凤祥主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售。同时老凤祥纳入国企改革“双百行动”，引进以央企国新为核心的战略投资者进行股权改革实现混合所有制改革，深化了老凤祥市场化水平，为公司未来长期发展奠定了良好的股权结构体制基础。
- ❖ **黄金饰品地位稳固，镶嵌产品空间开阔，渠道下沉机会下行业集中度有望逐步提升。**从珠宝首饰产品结构角度来看，黄金产品依然是我国珠宝首饰行业最主要的消费品类。2017年黄金占珠宝行业产品结构比例为52.13%，且以黄金饰品和金币金条为主的黄金消费量依然维持稳健的增长。同时我们看到，镶嵌产品在消费升级与年龄层裂变的影响之下，未来发展空间巨大料将为行业发展提供新的增长点。从行业角度来看，珠宝首饰行业集中度较低。我国大陆地区珠宝首饰行业前五大品牌市占率相对香港地区市场明显较低；同时行业竞争将着重趋向于在三四线城市进行渠道下沉占领市场，行业集中度有望进一步提高。
- ❖ **黄金产品兼具投资属性与消费属性，金价稳步上涨将提振珠宝行业景气度。**短期来看，通过复盘金价与以美国十年期通货膨胀保值国债（TIPS）为代表的美国实际利率的关系，我们看到黄金价格与美国实际利率呈现较强的负相关关系。全球步入降息周期，将推动金价上涨；长期来看，我国居民人均可支配收入、人均GDP及消费信心的提升将对黄金长期需求做出支撑。复盘金价与老凤祥股价走势，我们发现其具有较高相关度。我们认为金价步入上升通道，有助黄金珠宝企业利润释放及景气度提升。
- ❖ **老凤祥具有强大的品牌实力以及完善的渠道网络建设体系。**从品牌角度来看，老凤祥是我国历史最为悠久的民族珠宝品牌，品牌价值高达274.21亿元，位居我国黄金珠宝企业第一；依托品牌优势公司持续稳固黄金首饰品类发展，大力开拓非素金产品，完善产品结构。从渠道角度来看，老凤祥实施“五位一体”的立体营销模式，同时以品牌为依托大力开拓低线城市渠道和海外渠道。截至2019年6月底，老凤祥共计拥有营销网点达到3589家，比2018年底净增68家。其中自营银楼179家，老凤祥银楼连锁专卖店1647家，经销网点达1763家。
- ❖ **受益股权结构改革&渠道下沉&金价上行，首次覆盖给予“强推”评级。**老凤祥2018年实现营收437.85亿元，同比去年增长9.98%；近5年营收CAGR为5.8%。2018年老凤祥实现归母净利润12.05亿元，同比增长6.0%，近5年归母净利润CAGR为6.2%。我们认为老凤祥将受益于1)股权结构改革释放市场活力；2)金价步入上升通道促进行业景气度提升；3)渠道下沉拓张门店行业集中度提升等三方面积极因素。我们预计公司2019-2021年归母净利润为14.33、16.48、19.20亿元，对应PE分别为17、15、13倍，给予“强推”评级；根据公司盈利预测及可比龙头珠宝公司周大福、六福集团、豫园股份、周大生市值及估值，给予2020年20倍PE，对应目标价62元。
- ❖ **风险提示：**黄金珠宝景气度下降；金价波动带来的影响；门店拓展不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	43,784	49,833	56,212	62,997
同比增速(%)	10.0%	13.8%	12.8%	12.1%
归母净利润(百万)	1,205	1,433	1,648	1,920
同比增速(%)	6.0%	18.9%	15.0%	16.5%
每股盈利(元)	2.30	2.74	3.15	3.67
市盈率(倍)	21	17	15	13
市净率(倍)	4	3	3	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年12月16日收盘价

华创证券研究所
证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	52,312
已上市流通股(万股)	52,312
总市值(亿元)	246.7
流通市值(亿元)	149.55
资产负债率(%)	56.7
每股净资产(元)	13.0
12个月内最高/最低价	56.19/38.38

市场表现对比图(近12个月)


目录

一、公司介绍：百年老店文化积淀，股权改革焕发活力	5
（一）老凤祥品牌成立至今已 171 年，主营业务涵盖三大产业	5
（二）股权结构：公司纳入国企改革“双百行动”，进一步深化改革	6
1.老凤祥股权改革前历史遗留问题	6
2.依托国资背景，股权结构改革为公司焕发新活力	6
二 行业分析：渠道下沉推动行业向龙头集中，金价上行提升行业景气度	8
（一）我国珠宝首饰市场以黄金饰品为主，镶嵌空间开阔及渠道下沉推动行业发展	8
1.珠宝首饰市场规模近 7000 亿元，黄金首饰占据行业主要消费品类	8
2.我国珠宝首饰行业集中度有望随市场渠道下沉持续提升	9
（二）黄金价格与美国实际利率强负相关，金价持续上涨对黄金珠宝行业有明显的正面刺激	11
1.行业复盘：我国黄金珠宝业行业发展分 4 大阶段	11
2.黄金价格步入上升周期对黄金珠宝行业有明显的正向刺激	11
三 优势分析：品牌&渠道构筑老凤祥核心竞争力	14
（一）依托强大品牌实力，构建多品类产品矩阵	14
1.岁月刻痕：凤凰身姿已成为我国珠宝首饰品牌代表	14
2.历久弥新：以创新产品引领老凤祥发展新动力	15
（二）多元化渠道开拓市场，渗透低线城市，布局海外市场	18
1.实施五位一体营销模式，以经销加盟为核心开拓市场	18
2.国内低线城市渗透，海外渠道外延扩张	19
（三）黄金库存高位享金价上行利好，黄金交易灵活加强风险控制	20
1.库存大量黄金在金价上行背景之下为公司带来存货价值增值收益	20
2.弹性审慎的黄金交易业务强化公司风险控制能力	20
四. 财务分析：盈利能力稳健，ROE 水平较高	22
（一）盈利能力：营收趋于稳定增长，毛/净利率水平稳定，金价上升料将刺激公司业绩增长	22
1.老凤祥营收规模位于行业第一梯队，盈利水平稳定	22
2.金价上升对老凤祥业绩形成正面刺激	24
（二）运营能力：轻资产渠道扩张模式下周转速度快	26
（三）杜邦分析：ROE 处于同行上游水平	26
五、受益股权结构改革&渠道下沉&金价上行，首次覆盖给予“强推”评级	27
六、风险提示	27

图表目录

图表 1	老凤祥上市以来历年营业收入（亿元）及重大事件	5
图表 2	珠宝首饰为老凤祥核心业务	6
图表 3	老凤祥珠宝首饰业务收入（亿元）及增速	6
图表 4	老凤祥股份有限公司股权架构图	7
图表 5	截止 2019 年 H1 老凤祥股份有限公司前 10 大股东	7
图表 6	我国珠宝首饰行业市场规模达到 6965 亿元	8
图表 7	近两年我国限额金银珠宝类零售额同比增速	8
图表 8	2017 年我国珠宝首饰市场零售结构	8
图表 9	我国黄金首饰与金币金条消费量（吨）	8
图表 10	我国黄金消费量&黄金首饰消费量（吨）及其同比增速（%）	9
图表 11	上海钻石交易所钻石交易金额（亿美元）	9
图表 12	2018 年我国人均珠宝消费额（美元）	9
图表 13	我国大陆中高端珠宝品牌集中度 Top5	10
图表 14	香港地区高端珠宝品牌集中度 Top5	10
图表 15	我国内地珠宝市场品牌划分	10
图表 16	我国人均 GDP 稳步提升（元）	10
图表 17	我国人均可支配收入稳步提升（元）	10
图表 18	我国黄金首饰需求量（吨）及行业发展四大阶段	11
图表 19	黄金价格走势与美国十年期通货膨胀保值国债收益率（TIPS）走势呈负相关	12
图表 20	黄金的消费属性与投资属性对黄金珠宝零售额增速的影响	12
图表 21	国内黄金价格走势与老凤祥股价走势相关度较高	13
图表 22	老凤祥门店图示	14
图表 23	老凤祥金银细工制作技艺荣列我国国家非物质文化遗产名录	15
图表 24	“老凤祥”迪士尼主题系列	16
图表 25	“老凤祥”时尚钻饰 Remix 动静系列	16
图表 26	老凤祥新产品品类图示	16
图表 27	黄金珠宝产业链	17
图表 28	我国珠宝首饰行业渠道销售模式	18
图表 29	老凤祥以连锁/加盟模式为主开拓市场	19
图表 30	老凤祥、周大生、周大福净增加盟店数量	19
图表 31	2016 年中国各类首饰品渗透率	19
图表 32	2018 年中国中小城市受欢迎珠宝品牌	19

图表 33	截至 2018 年老凤祥部分全球门店布局示意图	20
图表 34	老凤祥库存黄金占销售比例较高（千克）	20
图表 35	老凤祥黄金交易业务历年收入（亿元）与增速	21
图表 36	2018 年末部分黄金珠宝企业交易性金融负债占总营收比例	21
图表 37	17/18 年黄金交易业务亏损（亿元）占公司总营收比例较低	21
图表 38	行业黄金珠宝企业营收规模对比（亿元）	22
图表 39	行业黄金珠宝企业归母净利润规模对比（亿元）	22
图表 40	黄金珠宝企业营收增速对比	22
图表 41	老凤祥毛利率水平约为 8% 左右	22
图表 42	2018 年老凤祥批发与直营业务收入（亿元）及毛利率	23
图表 43	老凤祥历年境外销售收入（亿元）及毛利率	23
图表 44	老凤祥期间费用率	24
图表 45	老凤祥近年期间费用率细分变动情况	24
图表 46	老凤祥净利率水平较低	24
图表 47	老凤祥归母净利润稳步提升（亿元）	24
图表 48	季度平均金价（元/克）及老凤祥季度营收同比增速对比	25
图表 49	季度平均金价（克/元）及老凤祥季净利润同比增速对比	25
图表 50	2019 年老凤祥前三季度毛利率同比提升	25
图表 51	老凤祥存货周转率较高	26
图表 52	老凤祥应收账款周转率较高	26
图表 53	我国珠宝首饰企业 ROE 水平	26
图表 54	重点珠宝首饰企业 ROE 杜邦分析	27
图表 55	可比公司估值情况	27

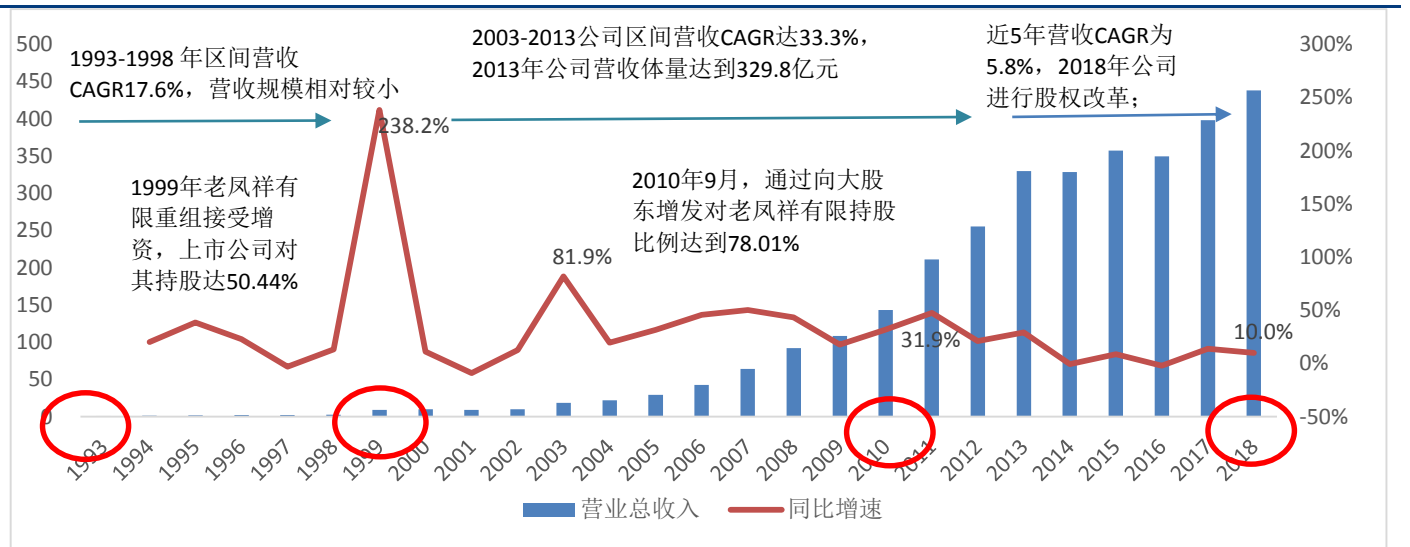
一、公司介绍：百年老店文化积淀，股权改革焕发活力

（一）老凤祥品牌成立至今已 171 年，主营业务涵盖三大产业

老凤祥品牌源于 1848 年慈溪望族费汝明于上海南市所创办的凤祥裕记银楼。跨越三个世纪延续至今已有 171 年历史。1992 年，公司前身中国铅笔一厂股份有限公司于上交所上市；1999 年老凤祥有限重组并接受增资，上市公司第一铅笔持有老凤祥有限公司 50.44% 股权，进入黄金珠宝加工业；2010 年 9 月通过定增获得黄浦区国资委持有的老凤祥有限 27.57% 股权，持股比例合计达到 78.01%；2018 年公司通过引进央企国新为核心的战略投资者继续深化改革。

公司发展从营收及发展模式角度来看又可主要分为四大阶段：1) 1992 年上市以来，老凤祥前身中国铅笔一厂 1993-1998 年实现区间营收 CAGR 17.6%，期间主营业务为笔类相关制造及出售，营收规模相对较小。2) 1999 年公司重组控股老凤祥有限致使营收规模进入新台阶，当年实现营收 9.01 亿元同比大幅增长 238.2%，核心业务结构转向黄金珠宝业务；3) 2003 年公司营 18.67 亿元同比增长 81.9%，其中金银饰品业务营收 16.52 亿元同比增加 104%，主要系 2002 年 10 月上海黄金交易所运营及我国黄金市场开放下公司黄金交易业务快速增长所致；2013 年营收体量上升到 329.8 亿元，2003-2013 公司区间营收 CAGR 达 33.3%，老凤祥在此期间伴随行业红利积极发展一跃成为国内黄金珠宝龙头企业。4) 近年来受限于经济增速放缓及行业红利下降等因素，近 5 年营收 CAGR 为 5.8%，公司进入稳定发展阶段。

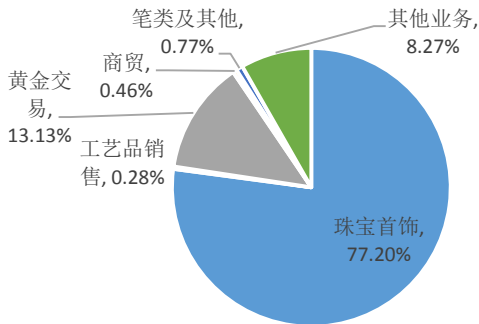
图表 1 老凤祥上市以来历年营业收入（亿元）及重大事件



资料来源：公司公告，华创证券

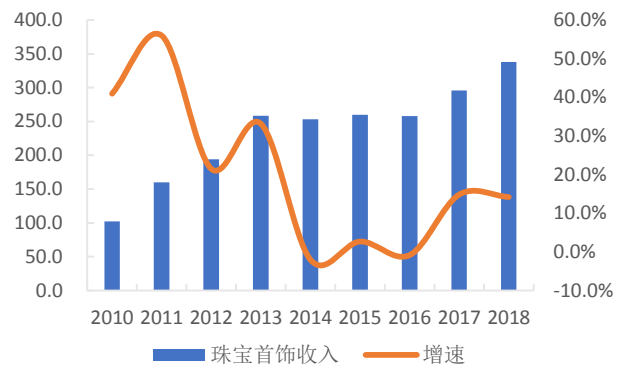
老凤祥主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售。主营业务涵盖三大产业，一是以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业；二是以“工美”知名品牌为代表的工艺美术品产业；三是以“中华”商标为代表的笔类文具用品产业。2018 年公司实现营业收入 437.84 亿元，归属于母公司净利润 12.05 亿元，分别同比去年上涨 9.98% 和 6.02%。其中公司珠宝首饰业务收入同比增长 14.2% 至 338.03 亿元，黄金交易业务实现收入 57.5 亿元，两者合计占公司总收入比例达到 90%，为公司首要核心业务。

图表 2 珠宝首饰为老凤祥核心业务



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 老凤祥珠宝首饰业务收入（亿元）及增速



资料来源: Wind, 华创证券

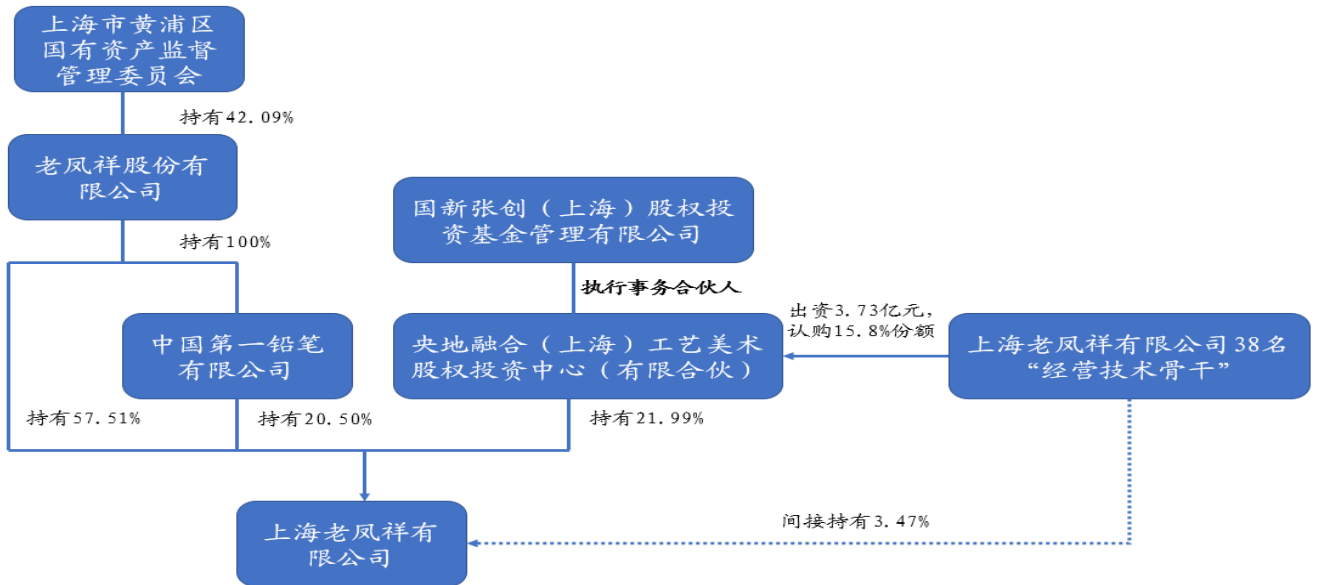
（二）股权结构：公司纳入国企改革“双百行动”，进一步深化改革

1. 老凤祥股权改革前历史遗留问题

老凤祥股份有限公司股权改革前的历史遗留问题源于 20 世纪 90 年代末。上海老凤祥有限公司设立职工持股会，职工以现金和历年工资结余形式出资入股，后又实施自然人（经营者和技术骨干）持股。截至 2018 年 9 月股权改革前，职工持股会和自然人合计持有老凤祥有限公司 21.99% 的股权。其中，职工持股会持有 15.99%，自然人持有 6%。近年来，随着公司的高速发展，又缺乏完善的股权退出机制，职工持股所导致的股权固化问题逐渐显现。70% 以上的持股经营者超过了法定退休年龄，股权相对固化制约了企业发展。

2. 依托国资背景，股权结构改革为公司焕发新活力

纳入国企改革“双百行动”，引进战略投资者。2018 年，公司引进了以央企国新为核心的战略投资者，由其受让了上海老凤祥有限公司职工持股会及自然人经营者的股权。其中老凤祥股份有限公司认缴出资额 11784 万元，持股比例 57.51%；中国第一铅笔有限公司认缴出资额 4200 万元，持股比例为 20.50%；央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）认缴出资额 4507.5 万元，持股比例 21.99%。工艺美术基金的总规模为人民币 30 亿元，38 名“经营技术骨干”合计拟出资 4.74 亿元认购该基金份额(15.8%)，间接持有 3.47% 上海老凤祥有限公司股权。

图表 4 老凤祥股份有限公司股权架构图


资料来源：公司公告，华创证券

老凤祥股份有限公司第一大股东为上海市黄浦区国有资产监督管理委员会，其持有股份数量为 220171793 股，占比 42.09%。上海老凤祥有限公司为集团经营业绩的最主要核心板块和业绩保证，2018 年上海老凤祥有限营业收入占到公司总额的 99.02%，利润占到公司总额的 91.45%。

图表 5 截止 2019 年 H1 老凤祥股份有限公司前 10 大股东

表格表头	持股数量（股）	持股比例（%）
上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	220,171,793	42.09
Golden China Master fund	15,593,813	2.98
GREENWOODS CHINA ALPHA MASTER FUND	10,121,529	1.93
GUOTAI JUNAN SECURITIES(HONGKONG) LIMITED	6,537,776	1.25
SHENWAN HONGYUAN NOMINEES (H.K.) LIMITED	5,938,099	1.14
招商证券香港有限公司	5,350,776	1.02
中国农业银行股份有限公司 - 安信消费医药主题股票型证券投资基金	4,480,901	0.86
全国社保基金一一五组合	3,800,000	0.73
NORGES BANK	3,669,541	0.70
香港中央结算有限公司	3,662,641	0.70

资料来源：公司公告，华创证券

优化股权结构，通过市场化方式振兴“老凤祥”。本次股权改革为老凤祥搭建了良好的股权结构和体制基础，解决了股东架构的历史遗留问题，为未来管理层迭代奠定体制基础；同时引入了战略投资者国新控股及一系列外部机构投资者实现混合所有制改革，可借助其资本/管理/资源等优势促进老凤祥长期发展；除此之外，高管与技术骨干入股将有助于高管利益与公司利益趋同，一致化公司发展目标，降低道德风险问题。我们认为本次混合所有制改革将提升老凤祥市场化水平，激活内生发展动力，推动公司改革发展，利于公司长期健康发展。

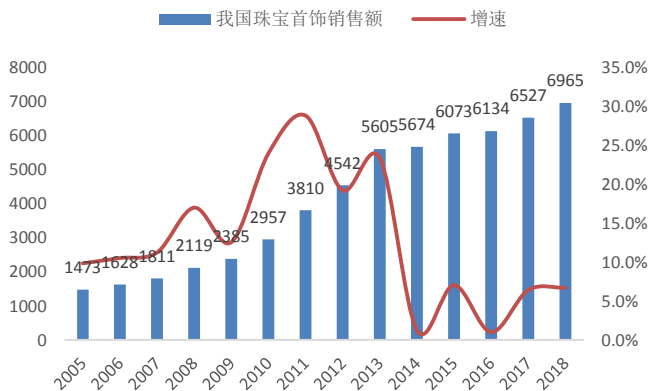
二 行业分析：渠道下沉推动行业向龙头集中，金价上行提升行业景气度

（一）我国珠宝首饰市场以黄金饰品为主，镶嵌空间开阔及渠道下沉推动行业发展

1. 珠宝首饰市场规模近 7000 亿元，黄金首饰占据行业主要消费品类

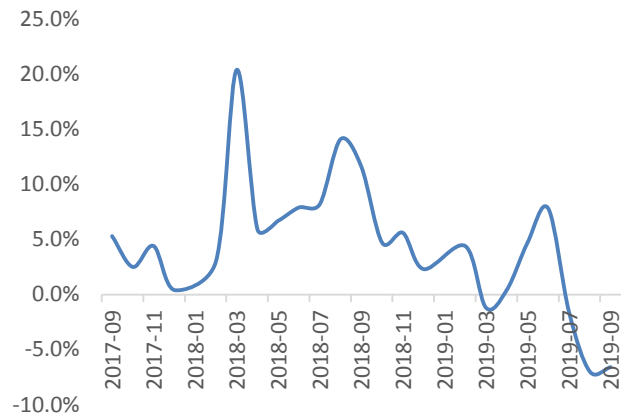
2018 年，我国珠宝首饰行业市场规模达到 6965 亿元，行业步入稳健增长期。根据 Euromonitor 数据显示，2007-2013 年，我国珠宝首饰行业零售额实现高速增长，区间 CAGR 达到 20.7%；进入 2013 年之后由于宏观经济下行叠加反腐等因素影响，行业增长开始趋缓，2014-2018 年 CAGR 为 5.3%。限额以上金银珠宝零售额增速也开始换挡放缓。总体来看我国珠宝首饰行业发展步入稳健增长区间，根据前瞻产业研究院预计，2024 年我国珠宝首饰行业市场规模将超过 14000 亿元。

图表 6 我国珠宝首饰行业市场规模达到 6965 亿元



资料来源：Euromonitor，华创证券

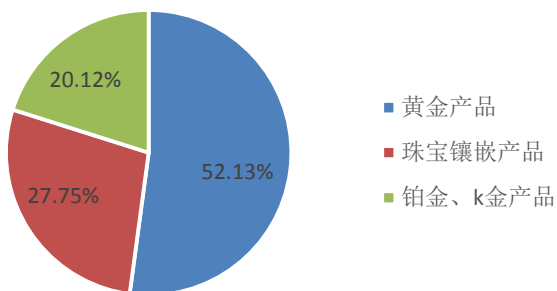
图表 7 近两年我国限额金银珠宝类零售额同比增速



资料来源：Wind，华创证券

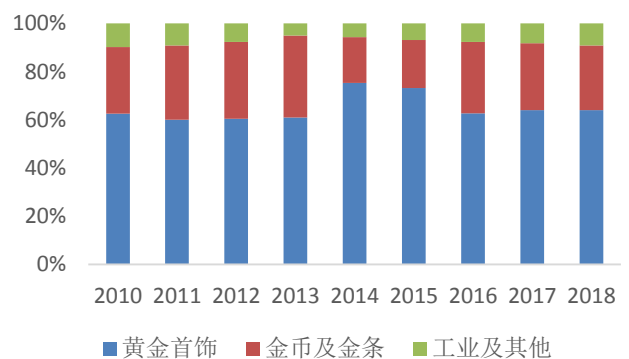
黄金产品占据我国珠宝首饰行业最主要消费品类。珠宝首饰产品根据类型可以划分为黄金产品、珠宝镶嵌产品及铂金、K 金产品。根据弗若斯特沙利文咨询数据显示，我国黄金产品消费占珠宝行业比例为 52.13%，珠宝镶嵌产品和铂金、K 金产品占比分别为 27.5%和 20.12%。同时从黄金消费量角度来看，我国黄金消费以黄金首饰消费为主。2018 年我国黄金消费量同比增长 5.7%至 1151 吨；黄金饰品消费量同比增长 5.7%至 736.3 吨，其占黄金总消费量达到 64%。

图表 8 2017 年我国珠宝首饰市场零售结构



资料来源：弗若斯特沙利文咨询，华创证券

图表 9 我国黄金首饰与金币金条消费量（吨）



资料来源：Wind，华创证券

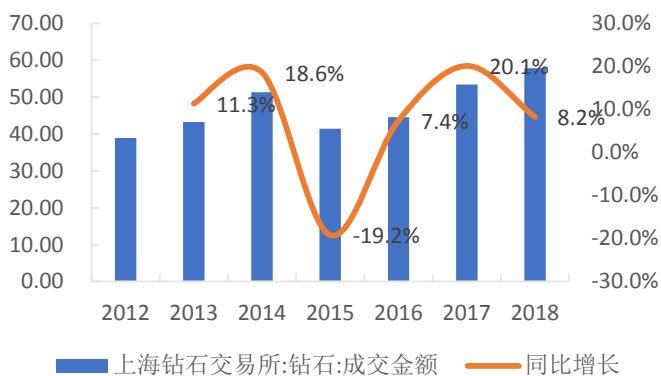
图表 10 我国黄金消费量&黄金首饰消费量（吨）及其同比增速（%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
黄金消费量（吨）	572	761	832	1,176	886	986	975	1,089	1,151
同比增长	-	33.2%	9.3%	41.4%	-24.7%	11.3%	-1.1%	11.7%	5.7%
黄金首饰消费量（吨）	357.04	456.66	502.75	716.50	667.06	721.58	611.17	696.50	736.29
同比增长	-	27.9%	10.1%	42.5%	-6.9%	8.2%	-15.3%	14.0%	5.7%

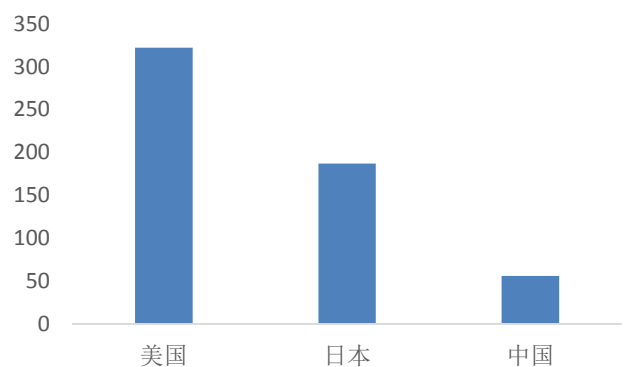
资料来源：Wind，华创证券

镶嵌产品消费结构占比较低，未来发展空间巨大。据 DeBeers 统计，2017 年我国钻石镶嵌首饰市场规模超过 660 亿元，钻石需求量占全球比例约 14.4%，仅次于美国的 45%。同时根据上海钻石交易所数据显示，我国钻石交易金额在近年维持相对较高的增长，于 2018 年同比增长 8.2% 至 57.84 亿美元。千禧一代成为钻石镶嵌类消费主力军，我们认为未来钻石消费占比将有望进一步提升，同时钻石镶嵌市场毛利率较高有望推动行业整体盈利水平提高。

从人均珠宝消费额来看，国内珠宝首饰产业整体消费市场空间向上提升广阔。2018 年美国、日本人均珠宝消费额分别是 322/187 美元，而我国人均珠宝消费额为 56 美元，国内珠宝消费市场提升空间较大。我们认为受到消费升级和年龄层裂变的影响，日常消费将成为珠宝消费的重要突破口，人均珠宝消费额向上提升空间开阔。

图表 11 上海钻石交易所钻石交易金额（亿美元）


资料来源：Wind，华创证券

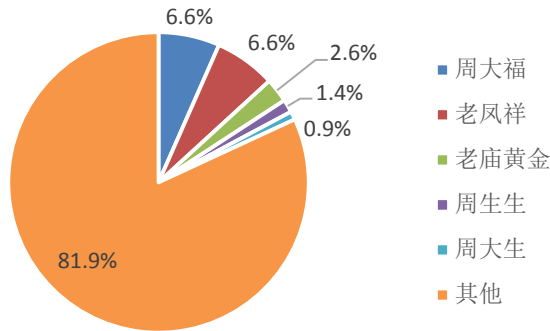
图表 12 2018 年我国人均珠宝消费额（美元）


资料来源：前瞻产业研究院《中国珠宝首饰行业消费需求与市场竞争投资预测分析报告》，华创证券

2. 我国珠宝首饰行业集中度有望随市场渠道下沉持续提升

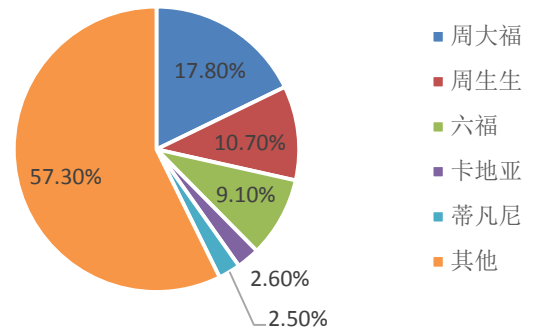
珠宝首饰行业集中度较低，行业有望进一步向龙头集中。从珠宝首饰行业市场结构来看，我国头部品牌集中度相对较低。目前全国拥有 18000 家珠宝零售企业，共有 64000 家门店，大多数企业规模较小并且品牌知名度较低。根据 Euromonitor 数据，我国大陆地区珠宝首饰行业前五大品牌市占率总计为 18.1%；香港地区前五大品牌市占率为 42.7%；通过与香港地区珠宝首饰市场进行对比，我国珠宝品牌集中度仍有较大的提升空间。

图表 13 我国大陆中高端珠宝品牌集中度 Top5



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 14 香港地区高端珠宝品牌集中度 Top5



资料来源: Euromonitor, 华创证券

我国珠宝首饰市场由大陆地区品牌、香港地区品牌、国外珠宝品牌企业三足鼎立。其中高端市场主要被国际知名珠宝首饰品牌所占领。中高端市场则竞争激烈，主要由老凤祥、周大生、明牌珠宝及港资品牌周大福、周生生等占据。

图表 15 我国内地珠宝市场品牌划分

品牌分类	代表品牌	定位
国际品牌	卡地亚、蒂凡尼、宝格丽等	定位于奢侈珠宝市场，具有较高的品牌溢价；主要覆盖一二线城市。
大陆地区品牌	老凤祥、周大生、明牌珠宝等	定位于中高端市场，现快速布局全国加速渗透低线城市
香港地区品牌	周大福、周生生、六福等	定位高端市场，渠道上也开始以加盟经销方式扩展。

资料来源: 华创证券整理

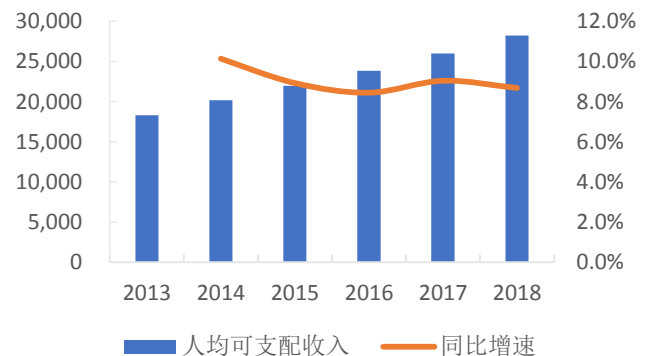
三四线城市空间开阔，消费升级推动行业发展。我国目前一、二线城市珠宝零售市场发展成熟，结构相对稳定，中外品牌布局基本定型。相比之下各大品牌在低线城市渗透率相对较低，随着人均可支配收入持续提高以及相应消费意识转变，低线城市发展空间更为广阔。我们认为珠宝行业已经进入品牌红利释放阶段，黄金珠宝龙头企业在渠道下沉趋势下竞争优势明显，行业集中度将逐步提升。一方面，具有较强品牌实力的企业在享受品牌溢价的同时具有更高的品牌认可度；另一反面，龙头企业在渠道下沉扩张时更容易与各区域加盟商合作进行市场拓展，同时依靠自身优秀的渠道运营管理能力也将带来经营效率的提升。2018 年我国人均 GDP 达到 64644 元，同比增加 9.2%（实际增速 6.6%）；人均可支配收入达到 28228 元，同比增加 8.7%，两者均维持较高速增长且将对于我国珠宝首饰行业长期发展做出支撑。

图表 16 我国人均 GDP 稳步提升（元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 我国人均可支配收入稳步提升（元）



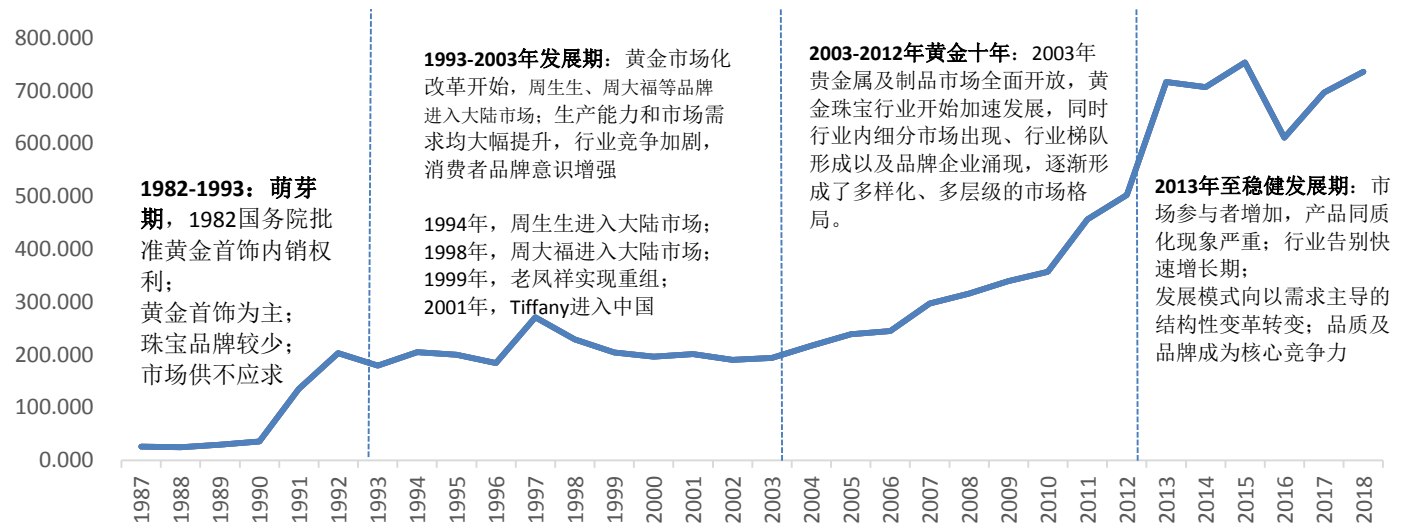
资料来源: Wind, 华创证券

（二）黄金价格与美国实际利率强负相关，金价持续上涨对黄金珠宝行业有明显的正面刺激

1. 行业复盘：我国黄金珠宝业行业发展分4大阶段

我国黄金珠宝业伴随改革开放起步于20世纪80年代，发展至今经历萌芽、发展、黄金十年及稳健发展四个阶段。1) **萌芽期：1982-1993年**，经国务院批准恢复了黄金首饰的内销权后黄金首饰零售店逐渐遍布全国各地，在此期间我国珠宝市场主要以黄金首饰为主，厂商及珠宝品牌较少，销售渠道也相对较分散。珠宝市场出现供不应求的现象。2) **发展期：1993-2003年**，黄金市场化改革开始，一系列知名品牌如周大福、周生生等珠宝企业开始进入大陆市场，内资品牌“老凤祥”也实现了重组。生产能力和市场需求均大幅提升，行业竞争加剧，消费者品牌意识增强；3) **黄金十年：2003-2012年**，黄金珠宝行业开始加速发展，2003年贵金属及制品市场全面开放，居民黄金投资市场开放，同时行业内细分市场出现、行业梯队形成以及品牌企业涌现，逐渐形成了多样化、多层级的市场格局。4) **稳健发展期：2013年至今**，随着市场参与者增加，产品同质化现象严重，同时宏观经济下行叠加反腐等因素导致行业告别快速增长期，行业发展增速下滑但趋于稳定。同时我们看到我国黄金珠宝企业发展模式从粗放式增长向以需求为主导的结构性变革。品质及品牌成为当前行业竞争核心，规模较大的黄金珠宝企业也纷纷开始进行渠道下沉，向低线城市布局抢占市场，行业市场占有率和集中度有望持续提高。

图表 18 我国黄金首饰需求量（吨）及行业发展四大阶段

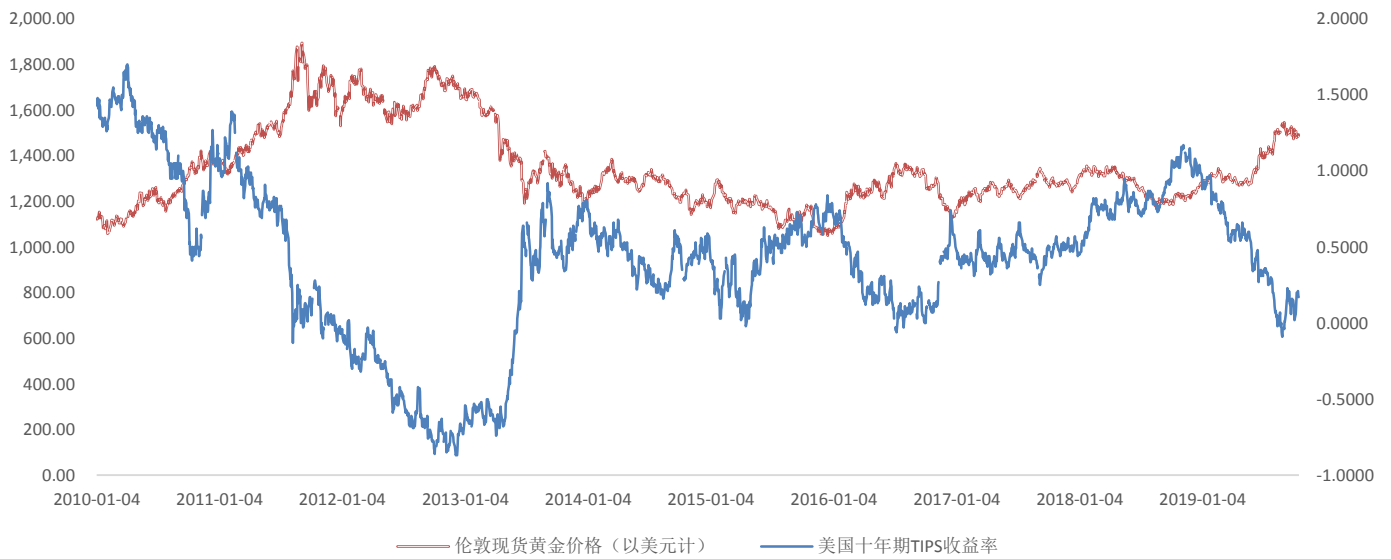


资料来源：Wind，华创证券

2. 黄金价格步入上升周期对黄金珠宝行业有明显的正向刺激

美国实际利率与黄金价格呈现较强的负相关关系。实际利率等于名义利率与通货膨胀预期的差额，而美国十年期通货膨胀保值国债收益率可以代表美国的实际利率，我们可以发现黄金价格与美国实际利率呈现较强的负相关性，美国利率走低会推动黄金价格的上升。2019年8月1日，美联储宣布降息25bp；2019年10月31日，美联储再次宣布降息25bp，下调联邦基金利率区间至1.5%-1.75%。同时在全球范围内经济放缓背景之下，各国陆续推出货币宽松政策引导实际利率下降，黄金也作为最主要的避险资产持续被投资者所关注。伦敦现货黄金价格目前为1492.5美元/盎司，相比年初上升16.3%。

图表 19 黄金价格走势与美国十年期通货膨胀保值国债收益率（TIPS）走势呈负相关

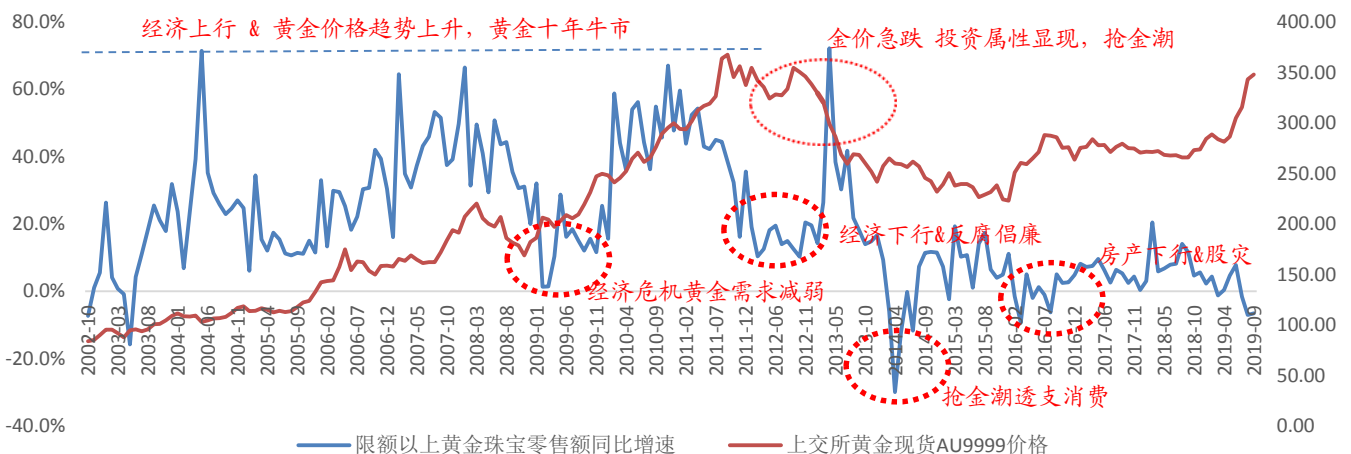


资料来源：Wind，华创证券

黄金同时具备投资属性和消费属性，分别对应以金块金条为代表的投资性需求及黄金饰品为代表的消费性需求。从黄金消费吨数角度来看，我国黄金消费市场中黄金首饰占比介于60%-75%区间，因此我国黄金消费性需求占据主导地位。从投资属性来看，金价温和上涨利好黄金需求，而急涨抑制黄金需求；金价处于下跌周期也将抑制黄金投资性需求；金价急剧下跌会大幅刺激提升黄金需求。从消费属性来看，黄金需求主要通过经济周期影响，取决于居民可支配收入、人均GDP及居民消费信心等因素。

复盘我国黄金价格及黄金珠宝行业走势佐证黄金兼具投资及黄金属性。1) 2003-2012，黄金十年牛市。经济上行叠加黄金价格趋势性上涨利于黄金消费量增加，该区间内珠宝零售同比增速总体维持高位；2) 2008-2009/2012 经济危机影响/反腐运动等抑制黄金珠宝消费性需求；3) 2013 年金价急跌致黄金投资属性增强，现抢金潮；4) 2014 年，抢金潮通过投资性需求传导透支居民购买力致黄金珠宝行业萧条；5) 2016 年经济增速放缓，房地产市场下行及股灾等削弱黄金珠宝购买力，社零增速及限额以上黄金珠宝增速维持低位。

图表 20 黄金的消费属性与投资属性对黄金珠宝零售额增速的影响



资料来源：Wind，上海黄金交易所，华创证券

黄金价格进入稳步上升通道，终端量价齐升有助于促进黄金珠宝企业景气度提升。黄金珠宝企业一般会对黄金交易进行对冲弱化金价变动对其采购成本端的影响，经销加盟商进行补货时往往会给黄金珠宝企业带来营收的增长。同时，金价进入稳步上涨周期有助于促成消费者对金价上涨的预期，从而提升黄金产品终端消费需求以及作为具有投资保值属性为核心的投资需求进而推动黄金产品需求量的增加。2018年老凤祥企业黄金珠宝首饰业务占其营收比例约77.20%，且其渠道模式以批发经销为主，我们通过复盘国内黄金价格与老凤祥股价的走势，其较高相关度也佐证了我们的论点，因此我们认为老凤祥等以黄金饰品为主要产品结构的黄金珠宝企业将受益于金价上行，景气度将随之提升。

图表 21 国内黄金价格走势与老凤祥股价走势相关度较高



资料来源：Wind，上海黄金交易所，华创证券

三 优势分析：品牌&渠道构筑老凤祥核心竞争力

（一）依托强大品牌实力，构建多品类产品矩阵

1. 岁月刻痕：凤凰身姿已成为我国珠宝首饰品牌代表

老凤祥品牌创立至今逾 171 年沉淀了深厚的历史文化底蕴，是中国历史最悠久的民族珠宝品牌。2018 年，老凤祥通过首批“上海品牌”的认证，位列“上海企业百强”第 32 位；全球奢侈品百强公司第 13 位；《财富》杂志中国企业 500 强；BrandZ“最具价值品牌中国 100 强”。在 2018 年 5 月 9 日“中国品牌价值评价信息发布会”所发布的中国品牌价值百强榜中，老凤祥以 274.21 亿元的品牌价值名列中国品牌价值百强第 52 位，位居中国珠宝首饰行业第一，周大福以 166.93 亿元的品牌价值位列行业第二名。黄金珠宝作为我国主要的奢侈品高端可选消费品类，决定了顾客出于审慎性下在购买黄金珠宝产品下更加看重其品牌品质及长期信誉，因此我们认为老凤祥依托于品牌优势以及消费者的广泛认知在市场竞争中具有更大优势。

图表 22 老凤祥门店图示



资料来源：时尚珠宝杂志

匠心精神是老凤祥发展的基石，老凤祥“金银细工制作技艺”荣列国家级非物质文化遗产名录。老凤祥集聚了一大批行业内的领军人物和优秀人才，截至 2019 年上半年，老凤祥拥有国家级工艺美术大师 8 名、上海市级工艺美术大师 16 名、高级工艺美术师 29 名、高级技师 38 名，中高级人才数量居行业第一，同时老凤祥注重对年轻人才培养，实施“凤翔计划”，通过加快完善后备人才储备为企业长期发展奠定人才基础。近年来公司加大研发投入，2018 年公司研发投入同比增长 61.3% 达到 2034.7 万元，截止目前公司专利申请数达 288 项，企业授权专利 257 项，拥有发明专利共计 15 项。

图表 23 老凤祥金银细工制作技艺荣列我国国家非物质文化遗产名录



资料来源：老凤祥官网，华创证券

基于品牌优势，老凤祥不断扩大品牌的宣传力度，举行多样化的营销推广活动。1) 2018 年老凤祥参加了美国拉斯维加斯国际珠宝展览会、香港国际珠宝展、上海国际珠宝展览会、中国工艺美术大师作品暨手工艺术精品博览会；2) 公司以老凤祥 170 周年华诞作为 2018 年品牌宣传的主线；3) 2018 年公司首度冠名京沪线、京广线及西北地区高铁品牌列车等。通过各项营销活动的举办使“老凤祥”品牌在全国家喻户晓知名度进一步提高，同时公司品牌实力和魅力也赢得了越来越多市民包括年轻时尚群体的青睐。

2. 历久弥新：以创新产品引领老凤祥发展新动力

巩固黄金首饰领先地位，着力提升非素金产品比重。老凤祥目前产品结构依然以黄金首饰产品为主，所占比例达 80%，同时已布局“黄金、铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石”等八大类首饰产品，公司目标到 2020 年实现非金饰品占比提升至 25%，大力发展镶嵌产品；根据市场消费变化调整产品结构，稳固传统消费人群市场的同时开拓年轻消费者市场。公司陆续推出“迪士尼”、时尚钻饰 Remix“动静”等主题系列产品，努力发展具有创意和文化等新品类，这也成为了老凤祥产品设计及品牌推广的重要驱动力。2018 年公司镶嵌首饰、财宝、珍珠等非黄金类首饰全年累计实现销售 58.49 亿元，同比增长 4.54%；K 金类首饰实现销售 11.93 亿元，同比增长 28.29%。考虑到镶嵌产品更高的毛利率，公司通过大力发展非素金产品比重将有助于提升公司的整体盈利能力。

图表 24 “老凤祥”迪士尼主题系列



资料来源：公司官网，华创证券

图表 25 “老凤祥”时尚钻饰 Remix 动静系列



资料来源：公司官网，华创证券

开拓细分新兴品类，完善产品结构。老凤祥依托其优秀的传统金银细工制作技艺，根据装饰、佩戴、馈赠、收藏等不同用途，创意设计款型各异的不同制作题材，将珊瑚、珉琅、高端 K 金镜架、工艺美术旅游纪念品、金镶玉、腕表等新门类纳入产品链系列。2018 年公司全年产品更新率达到 27% 以上，完成各类新产品开发 305 项，对应产品收入 114.01 亿元，占营业收入 437.84 亿元的 26.04%。

图表 26 老凤祥新产品品类图示



资料来源：公司官网，华创证券

珠宝行业产业链涉及原材料勘探、原材料开采、冶炼、生产加工、流通五个环节，珠宝首饰产业链的净利润分布呈微笑曲线。根据贝恩咨询数据显示，珠宝上游开采与下游销售环节净利润最高，分别达到 26% 和 13%；中游切割打磨及加工制造环节净利润较低，分别为 3% 和 5%。**老凤祥集科工贸于一体、产供销于一身。形成了从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力。**目前公司拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地，并涉足博物馆、典当行、拍卖行等配套领域，其中老凤祥东莞素金和镶嵌生产基地通过自主创新、自主研发，装备了国内一流的自动化首饰机械，并引进世界一流的首饰生产设备，实现了“成为国内一流黄金珠宝首饰自动化生产制造基地”的目标，突破了黄金珠宝行业手工加工的传统，有效地提升了生产效率、加工精度和产品实物质量，形成了现代化、数控化的产品链，支撑了老凤祥国内、国际市场拓展的产品需求。老凤祥通过整合上下游资源，有助于进一步提升对全产业链的掌控，在保障公司产品质量的同时也可加强公司自身的整体盈利水平。

图表 27 黄金珠宝产业链



资料来源：九次方大数据，华创证券

（二）多元化渠道开拓市场，渗透低线城市，布局海外市场

渠道建设为黄金珠宝企业竞争的关键因素，目前我国黄金珠宝企业线下渠道主要采用自营、经销或加盟等方式，不同的终端模式具有不同特点。自营模式优点在于企业对产品终端把控能力强，便于统一管理以及品牌建设但开店成本较高，且在资本限制下或可拖累扩张速度；经销模式是指经销商提货后通过自行销售、自负盈亏、自担风险，通常适用于经营混合品牌的企业；加盟模式利于开店扩张，且节省自营成本，但加盟模式下公司对加盟商管控力度较低可能会对品牌造成负面影响。经销、加盟主要区别在于是否唯一经营公司品牌产品。目前黄金珠宝行业品牌建设和渠道管理的重要性愈加凸显。一方面行业头部企业凭借其优质的渠道资源及管理运营能力，可在经济环境收缩时期通过以经销加盟方式为核心的轻资产运营模式突破资金等客观因素限制，实现逆周期扩张；另一方面，加盟商也更愿意与具有更强品牌实力及盈利能力的行业头部企业进行合作。

图表 28 我国珠宝首饰行业渠道销售模式

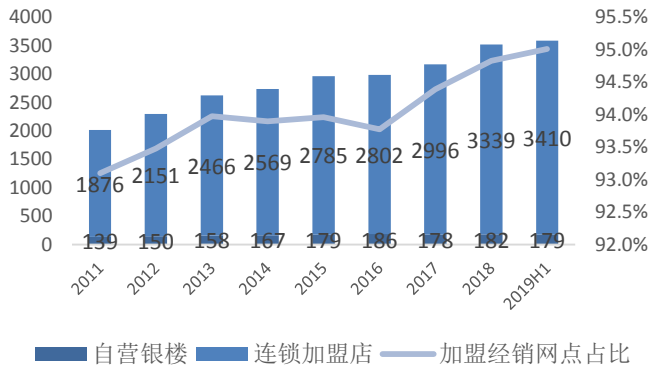
销售模式	模式简介	经营品牌	渠道拓展	品牌建设	盈利模式	资产投入	主要企业
自营模式	公司以设立商场专柜、旗舰店或专卖店的方式进行铺货销售	单一品牌专卖	一、二线城市	强	产品零售	重资产	Tiffany、Cartier、周生生、潮宏基等
经销模式	公司与经销商签订协议，经销商根据自身销售情况定期或不定期到公司提货，提货价格一般以公司发布的最新批发价为准，经销商在提货后的一定期限内完成付款。公司与经销商之间是买卖关系，经销商提货后，自行销售、自负盈亏、自担风险。	混合品牌	区域中心	弱	产品批发	轻资产	老凤祥、明牌珠宝
加盟模式	加盟商在公司授权下开设加盟店，并自行负责人、财、物、房屋租赁等一切经营管理费用。公司根据协议为经销商提供相应的服务和监督，包括特许经营权，人员及经营管理培训，统一装修设计等，同时收取一定的费用。	单一品牌专卖	三、四线城市	强	加盟费、品牌使用费	轻资产	老凤祥、六福珠宝、周大生等

资料来源：华创证券整理

1. 实施五位一体营销模式，以经销加盟为核心开拓市场

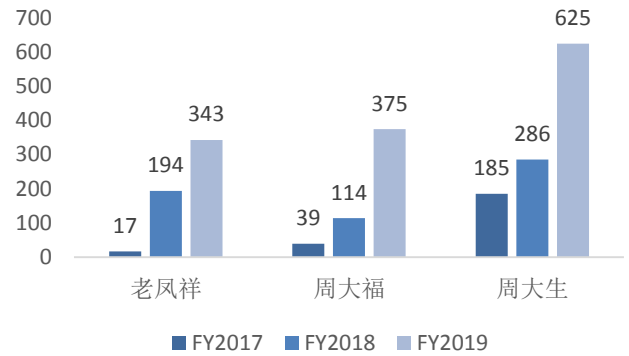
老凤祥实施自营银楼建设与合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”的立体营销模式。在经销商管控方面，公司采用成立区域销售合资公司以及成立区域总代理来强化批发模式下的渠道控制力。2018年公司进一步优化市场布局，加速营销网络建设，提高市场占有率。截至2019年6月底，老凤祥共计拥有营销网点达到3589家，比2018年底净增68家。其中自营银楼179家（包含海外银楼19家），老凤祥银楼连锁专卖店1647家，经销网点达1763家。通过对比同行来看，周大生与周大福等珠宝首饰企业同时也在大力进行以经销商为核心的拓展模式。周大福之前一直以自营为主，现在也开始着重以加盟方式开拓新店，侧面反映了老凤祥以经销渠道开拓市场的战略正确性与竞争优势。

图表 29 老凤祥以连锁/加盟模式为主开拓市场



资料来源：公司公告，华创证券

图表 30 老凤祥、周大生、周大福净增加盟店数量

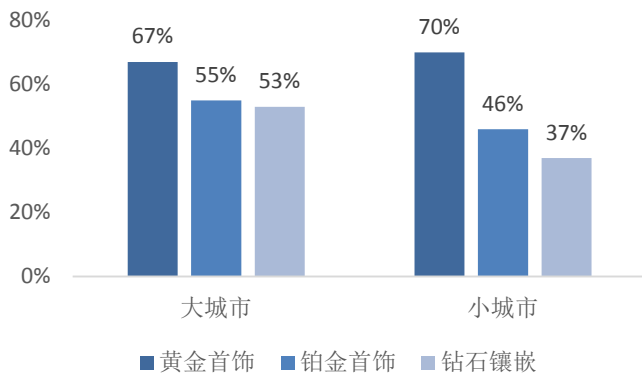


资料来源：公司公告，华创证券

2. 国内低线城市渗透，海外渠道外延扩张

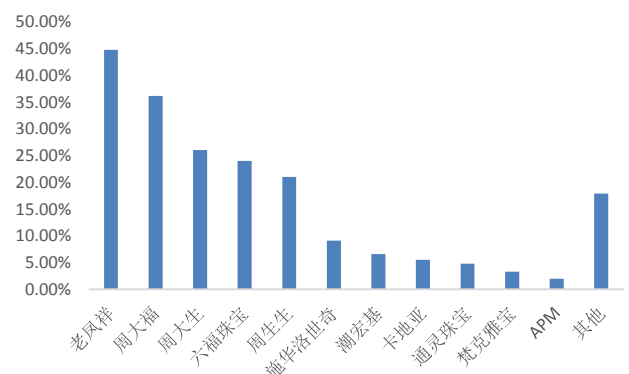
国内加速渗透低线城市，享受消费升级红利。基于目前国内一二线黄金珠宝市场相对饱和，老凤祥在国内主要通过三四线城市通过新设网点进行渠道下沉。在消费升级背景之下，以中产阶级为主的消费者对生活品质的要求以及品牌意识不断提高，中低端的黄金珠宝企业在激烈的市场竞争中必将让位于具有强大品牌实力等综合实力领先的行业头部品牌。根据艾瑞咨询《2019 中国中小城市购物中心消费者研究》，2016 年黄金首饰在三四线城市渗透率高于一二线城市，消费者对黄金饰品的消费意愿也更为强烈。同时基于消费者心理，我们看到消费者倾向于选择更具有知名度的老牌黄金珠宝类品牌，在 2018 年我国中小城市最受欢迎珠宝品牌中老凤祥高居第一位，这将有助于老凤祥在渠道下沉市场竞争中取得先发优势。同时老凤祥以市场为导向精准实策积极在全国范围内开拓市场，计划进一步开拓两广、湖南、云南等市场占有率相对较低的新兴市场。目前老凤祥在全国市场的覆盖率已经达到 90% 以上。

图表 31 2016 年中国各类首饰品渗透率



资料来源：艾瑞咨询《2019 中国中小城市购物中心消费者研究》，华创证券

图表 32 2018 年中国中小城市受欢迎珠宝品牌



资料来源：艾瑞咨询《2019 中国中小城市购物中心消费者研究》，华创证券

渠道外延进军海外市场，提升国际知名度。2012 年老凤祥于澳洲悉尼开设海外第一家老凤祥品牌特许专卖店，2014 年在美国纽约第五大道开立首家老凤祥银楼旗舰店；2018 年公司获得了以澳新银行为牵头行的 2 亿美元银团贷款，在补充公司海外必要运营及流动性资金之外，有助公司利用香港免税政策加大各类珠宝海外采购；同时老凤祥海外店布局多在国际都市的核心商圈，可更好的提升老凤祥品牌国际知名度及影响力。2018 年公司全年新开海外门店 6 家，合计海外门店达到 19 家，实现营业收入 3.96 亿元，同比增长 30.43%，海外发展的规模效应逐渐显现。

图表 33 截至 2018 年老凤祥部分全球门店布局示意图



资料来源：老凤祥公众号，华创证券

（三）黄金库存高位享金价上行利好，黄金交易灵活加强风险控制

1. 库存大量黄金在金价上行背景之下为公司带来存货价值增值收益

黄金珠宝企业主要居于产业链下游环节，在金价持续上涨的背景之下老凤祥拥有的大量库存将随之增值。2018 年末老凤祥库存黄金 21452.36kg 占当年公司黄金总销售量 18.9%，且近 4 年老凤祥黄金库存均位于 10000kg 以上，占公司当年销售量比例 10%-25%之间，维持高位；同时我们看到 2018 年末老凤祥存货价值较高，于 2018 年末及 2019H1 分别为 89.01 亿元和 75.53 亿元，且其历史存货周转天数介于 55-75 天之间，基于黄金产品产销周期及公司较为灵活的黄金对冲机制（无较为固定的套期保值比例），金价上涨可直接为公司带来以黄金为核心的存货价值增值收益。

图表 34 老凤祥库存黄金占销售比例较高（千克）

	2015	2016	2017	2018
黄金库存	11,011.64	17,926.71	12,817.58	21452.36
黄金销售量	95,710.57	85,155.80	99,440.67	113,676.55
库存占销售比例	11.5%	21.1%	12.9%	18.9%

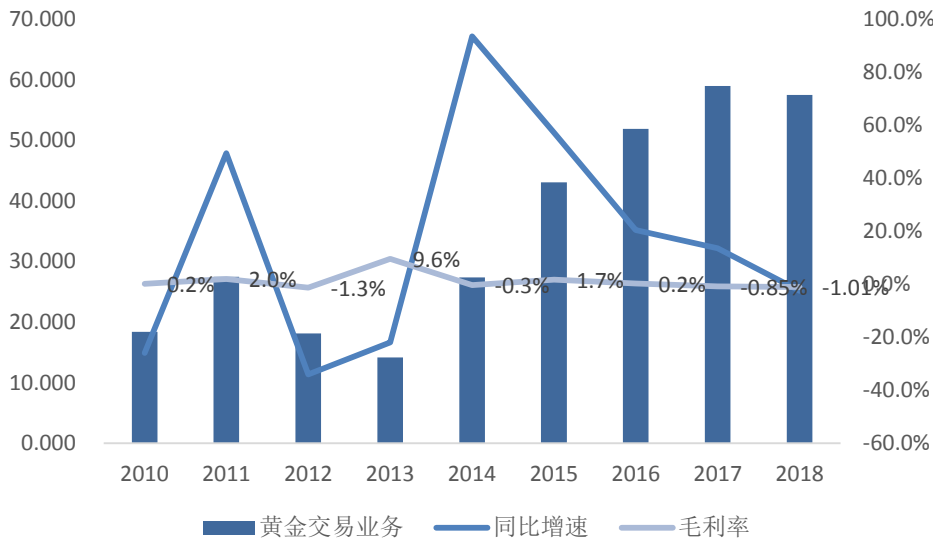
资料来源：Wind，华创证券

2. 弹性审慎的黄金交易业务强化公司风险控制能力

老凤祥黄金交易业主要包括黄金铂金现货全额交易、黄金延期交收交易、黄金租赁交易和黄金远期交易等业务。2018

年老凤祥黄金交易业务实现营收 57.5 亿元，同比下降 2.5%，但其营收规模仍为仅次于公司珠宝首饰业务。在金价下行期间，公司通过加大黄金交易对冲操作保持公司毛利率的相对稳定，抵御市场风险。在金价上行期间，公司通过灵活控制交易敞口减少对冲比例从而进一步受益金价上涨，2017/2018 年老凤祥黄金交易业务分别亏损约 0.50/0.58 亿元，占黄金交易业务比例分别为-0.8%和-1.0%，占比较小。

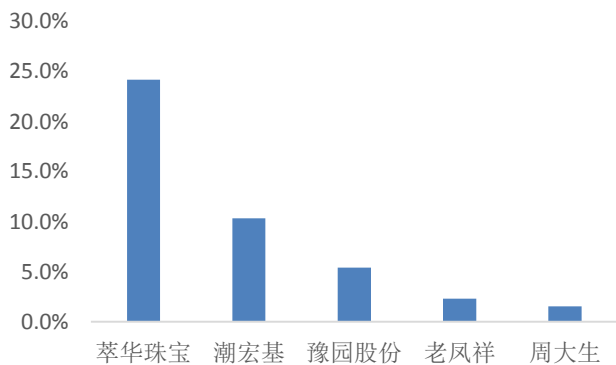
图表 35 老凤祥黄金交易业务历年收入（亿元）与增速



资料来源: Wind, 华创证券

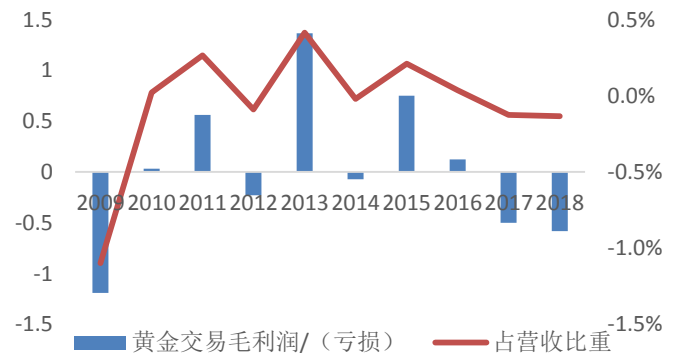
为抵御黄金原材料价格波动风险老凤祥开展黄金租赁业务。公司根据市场黄金价格与管理层预定黄金目标价格的差异情况设置黄金租赁业务最大持仓量控制其市场风险，同时针对黄金租赁业务建立并执行了严格的内部控制制度，黄金租赁与银行约定均可提前偿还。在金价上行背景之下，老凤祥黄金租赁业务风险敞口规模在谨慎弹性的规则制定下得以控制。老凤祥 2018 年末公司的交易性金融负债仅为 9.96 亿元，占收入的比例为 2.27%，对公司整体影响相对较小。反观萃华珠宝 2019H1 交易性金融负债从 6.51 亿元继续扩大至 8.1 亿元，其中因黄金租赁业务导致公允价值变动净亏损 4633 万元，致使公司当期的净利润亏损 3313 万元。

图表 36 2018 年末部分黄金珠宝企业交易性金融负债占总营收比例



资料来源: Wind, 各公司年报, 华创证券

图表 37 17/18 年黄金交易业务亏损（亿元）占公司总营收比例较低



资料来源: Wind, 华创证券

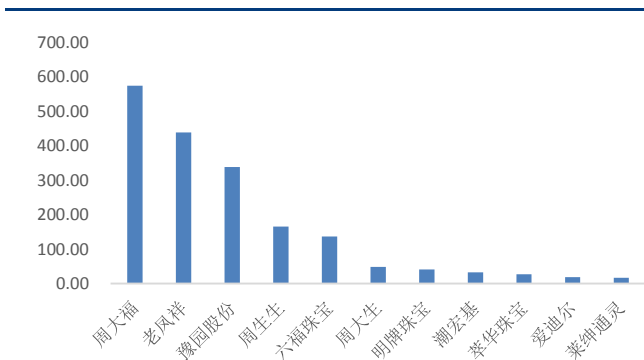
四. 财务分析: 盈利能力稳健, ROE 水平较高

(一) 盈利能力: 营收趋于稳定增长, 毛/净利率水平稳定, 金价上升料将刺激公司业绩增长

1. 老凤祥营收规模位于行业第一梯队, 盈利水平稳定

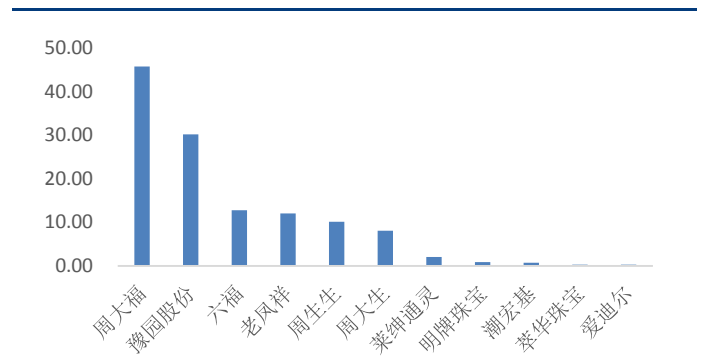
从行业营收体量对比来看, 2018 年周大福、老凤祥及豫园股份分别实现营业收入 573.04 亿元、437.85 亿元及 337.77 亿元, 为第一梯队; 周生生、六福珠宝为第二梯队, 分别实现营收 165.8 亿元及 136.26 亿元; 周大生、明牌珠宝、潮宏基实现营收介于 30-50 亿元之间; 萃华珠宝、爱迪尔及莱绅通灵营收规模则在 30 亿元以下, 分别实现 26.93、18.77 及 16.63 亿元。从行业归母净利润来看, 2018 年周大福及豫园股份均实现了 30 亿元以上的业绩规模, 分别为 39.26 亿元和 30.21 亿元; 六福珠宝和老凤祥约 12 亿元, 处于第二梯队; 周生生和周大生处于第三梯队, 分别实现归母净利 8.87 亿元和 8.06 亿元; 莱绅通灵约 2.10 亿元, 其余珠宝企业归母净利润均低于 1 亿元。

图表 38 行业黄金珠宝企业营收规模对比 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

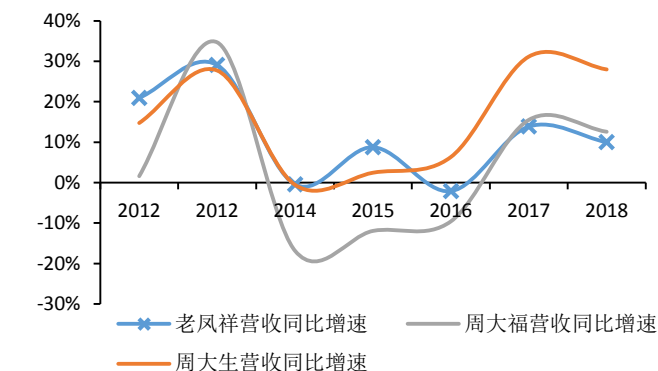
图表 39 行业黄金珠宝企业归母净利润规模对比 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

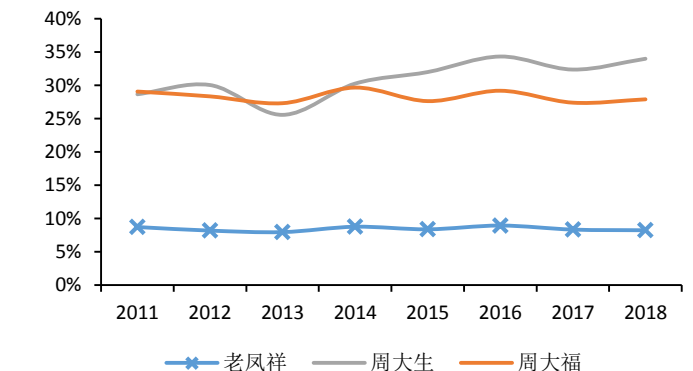
老凤祥 2018 年营业收入同比增长 9.98% 达到 437.85 亿元, 近 5 年公司营业收入 CAGR 5.8%。老凤祥近两年营收增速相对低于同行的周大生及周大福, 但是我们看到公司在市场低迷的情况下抗风险能力较强可保持更为稳定的增速水平。在 2014 及 2016 年黄金珠宝市场整体形势较差的大环境之下, 以经销加盟为主要拓展渠道方式的周大生与老凤祥营收增速均显著高于同期自营占比更多的周大福, 我们认为通过经销网络扩张加大开店数量可一定程度减少市场低迷带来的冲击, 从而降低收入及净利润的波动性, 实现公司收入端稳健增长。

图表 40 黄金珠宝企业营收增速对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 老凤祥毛利率水平约为 8% 左右

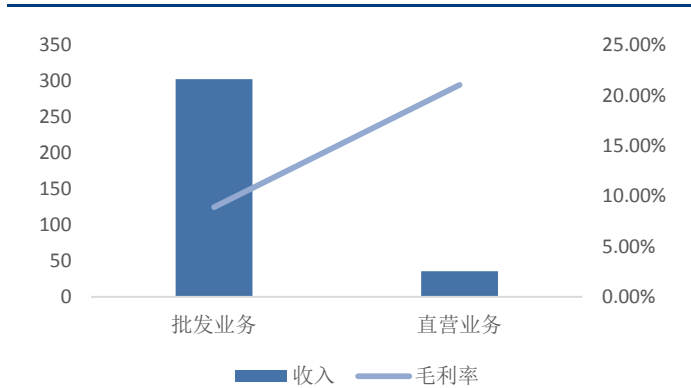


资料来源: Wind, 华创证券

2018年老凤祥毛利率为8.24%，相对同行较低但较为稳定。我们认为老凤祥毛利率较低主要来源于两大因素：一方面，老凤祥最核心的珠宝首饰业务中产品结构主要为毛利率较低的黄金产品；另一方面，老凤祥渠道销售模式以毛利率较低的经销批发方式为主。2018年公司珠宝首饰批发收入302.78亿元，占珠宝首饰业务收入比例达到89.6%，然而批发模式下毛利率仅为8.89%；2018年公司直营业务（含专柜和海外零售）实现营业收入35.25亿元，仅占珠宝首饰业务收入比例为10.4%，但其毛利率水平达到了相对较高的21.06%，故较高的批发业务占比在帮助公司拓展市场的同时也一定程度上拉低了公司的综合毛利率水平。

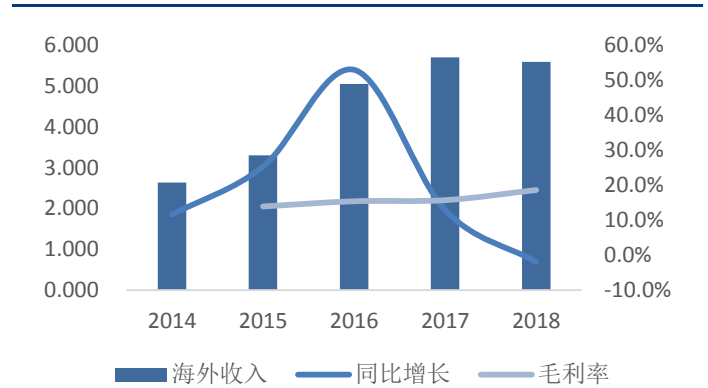
随着海外业务拓展以及镶嵌产品占比增加，公司整体毛利率有望提升。2018年老凤祥大陆业务实现销售收入396.05亿元，毛利率为8.60%；2018年公司海外业务实现销售收入5.6亿元，毛利率为18.64%，同比去年增加2.9%。随着公司继续落实海布局战略，大力开拓海外市场，公司海外营收有望持续提高，且其较高的毛利率水平对公司整体毛利率水平提升有积极作用。同时公司着力发展毛利率更高的镶嵌产品，其占比预期进一步提升将带动公司整体盈利水平的提升。

图表 42 2018年老凤祥批发与直营业务收入（亿元）及毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

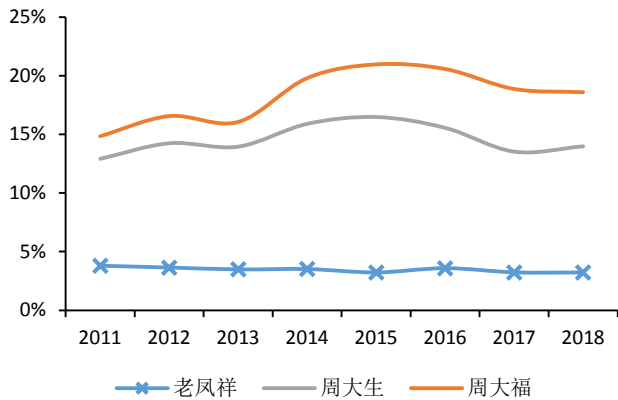
图表 43 老凤祥历年境外销售收入（亿元）及毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

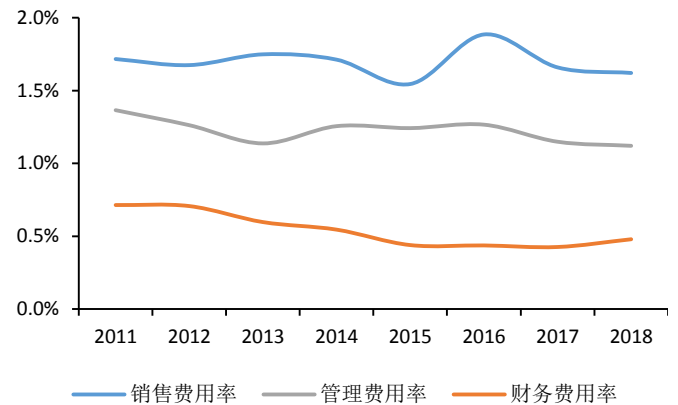
借助加盟经销体系，期间费用率较低。2018年老凤祥期间费用率为3.2%，远远低于同行周大生14.0%和周大福18.6%的期间费用率水平；且老凤祥期间费用率总体保持平稳。2018年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为1.62%/1.12%/0.48%。通过对销售费用率来看，我们认为得益于老凤祥强大的品牌实力，在门店高速开拓之下公司销售费用率增速依然可保持稳定，2018年所占营收比例约为1.6%。**老凤祥净利率在同业中依然处于较低水平，常年稳定在3%-4%之间。**2018年老凤祥实现归母净利润12.05亿元，同比增长6.0%，近5年归母净利润CAGR为6.2%，增速趋于稳定。

图表 44 老凤祥期间费用率



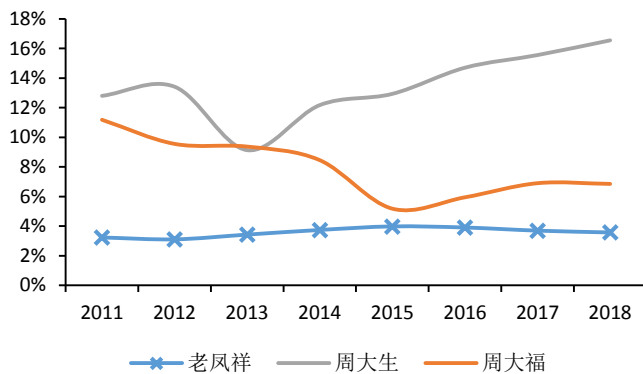
资料来源: Wind, 华创证券

图表 45 老凤祥近年期间费用率细分变动情况



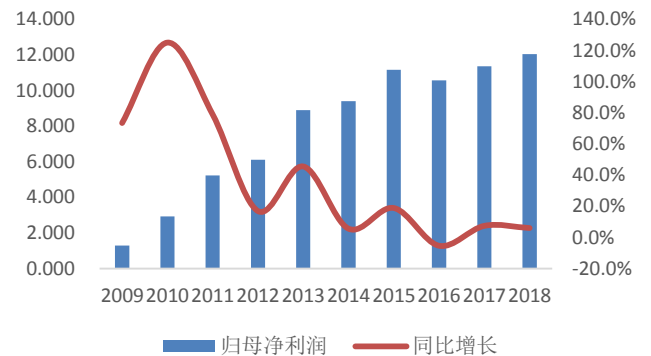
资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 老凤祥净利率水平较低



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 老凤祥归母净利润稳步提升（亿元）

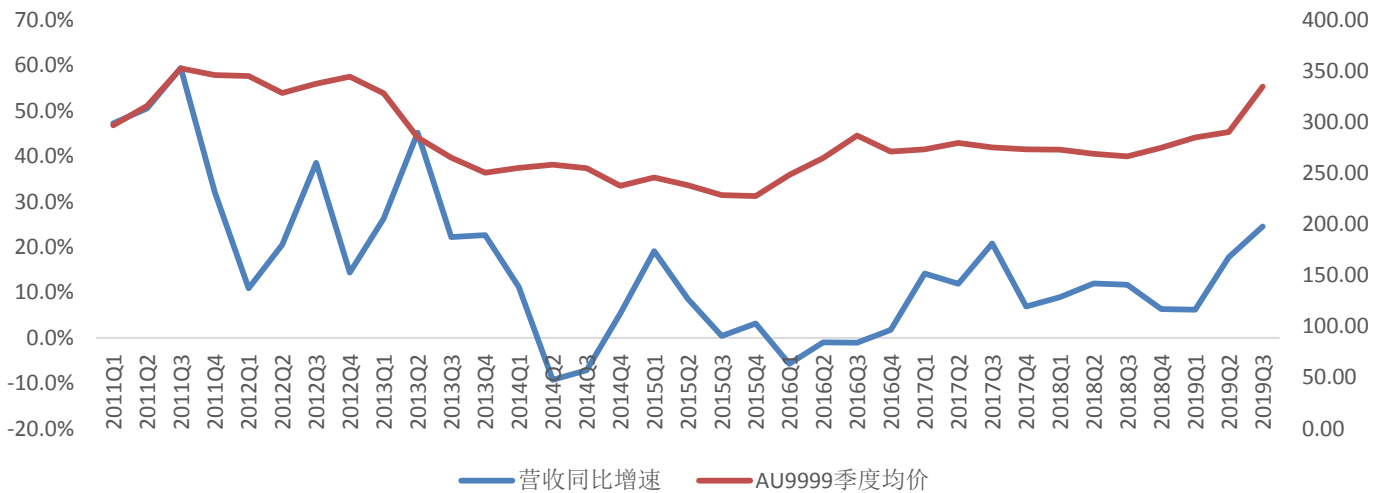


资料来源: Wind, 华创证券

2. 金价上升对老凤祥业绩形成正面刺激

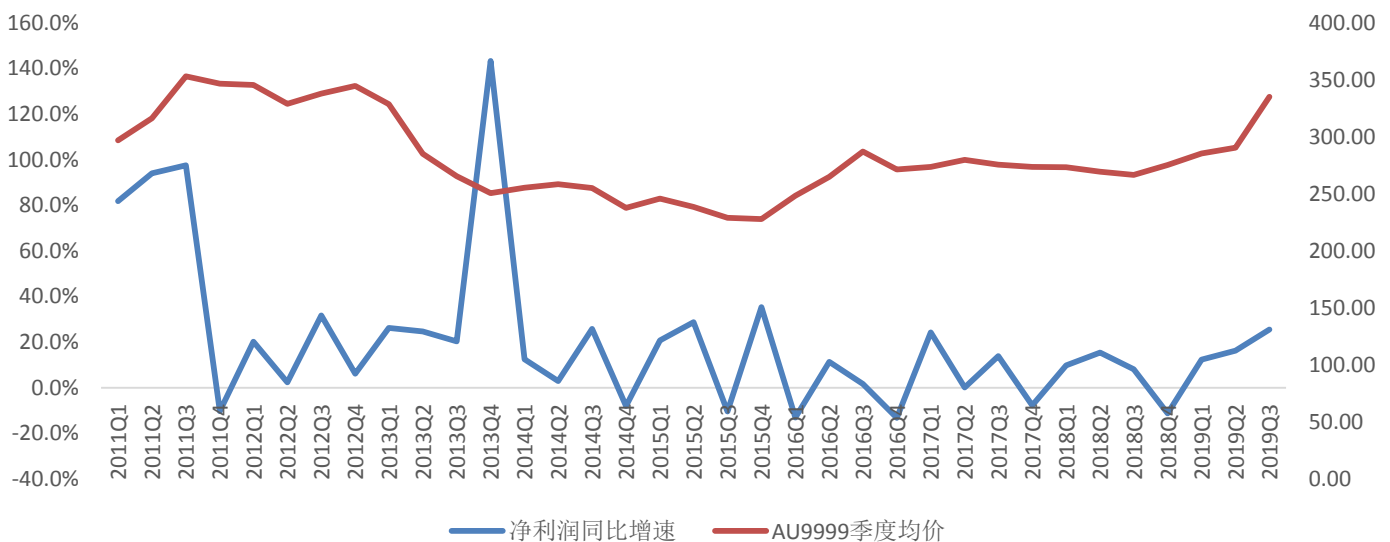
金价持续上涨对黄金珠宝企业的正面刺激效应主要来源于库存黄金等存货价值增值、经销加盟商补库以及公司自营银楼终端销售收入增长等三方面。1) 黄金饰品相对钻石品类来说具有更好的流动性，同时金价持续上涨利好黄金品类的投资及消费需求，将有助于经销加盟商形成未来乐观销售预期促使其较早补货积极性提高，从而推动老凤祥营收增长；2) 老凤祥自营门店也将在此期间享受金价上涨所带来的素金产品量价齐升红利，自营收入有望进一步提高；3) 存货增值：如前文所述，老凤祥库存大量黄金且存货价值较高，因此在金价上升期间将可实现存货资产价值的增值。通过分别复盘老凤祥单季度营收同比增速和单季度净利润同比增速与 Au9999 黄金季度均价来看，我们发现两者之间都呈现一定的正相关性。金价在趋势上行期间有助老凤祥营收及净利润同比增速双双提升，推动老凤祥业绩提升。

图表 48 季度平均金价（元/克）及老凤祥季度营收同比增速对比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 49 季度平均金价（克/元）及老凤祥季净利润同比增速对比



资料来源: Wind, 华创证券

2018 第三季度之后黄金价格步入上升区间, 通过对老凤祥毛利率水平来看, 2019 年老凤祥毛利率同比均有提升, 其中 2019Q1/Q2/Q3 分别同比提升 0.28%/0.58%/0.49%, 侧面验证了金价上行对老凤祥业绩提升的正向刺激。

图表 50 2019 年老凤祥前三季度毛利率同比提升

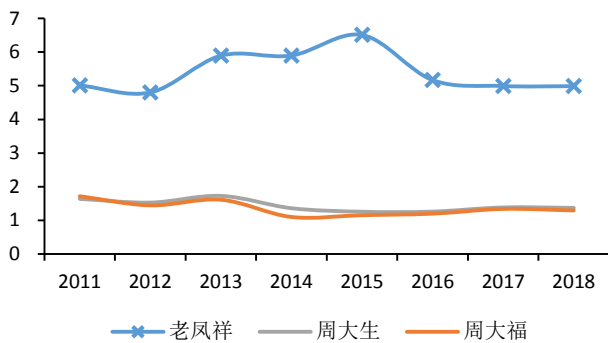
	一季度	二季度	三季度
毛利率 (2018)	7.18%	8.53%	8.48%
毛利率 (2019)	7.46%	9.11%	8.97%
同比提升	0.28%	0.58%	0.49%

资料来源: Wind, 华创证券

（二）运营能力：轻资产渠道扩张模式下周转速度快

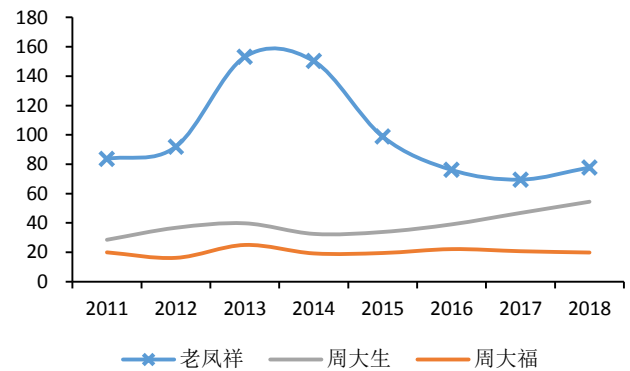
老凤祥具有较快的存货周转速度及应收账款周转速度。一方面，黄金作为我国主要的珠宝购买品类具有相对消费频次较高的特点，周转速度较快，而老凤祥产品结构以黄金为主故其存货周转率显著高于镶嵌首饰品类占比更高的周大生与周大福。2018年老凤祥存货周转天数为72天，相对应其存货周转率约5.0，显著高于周大生及周大福；另一方面，加盟方式具有先款后货的特点，因此我们看到老凤祥与周大生的应收账款周转率高于直营占比较高的周大福，2018年老凤祥应收账款周转天数为4.6天，相对其应收账款周转率为77.75且趋于提升，公司资金使用效率的提高也为公司市场拓展提供支撑。

图表 51 老凤祥存货周转率较高



资料来源：Wind，华创证券

图表 52 老凤祥应收账款周转率较高



资料来源：Wind，华创证券

（三）杜邦分析：ROE 处于同行上游水平

老凤祥 ROE 水平相对同行较高。最近三年老凤祥 ROE 分别为 22.0%/21.3%/20.4%，通过对同行公司 ROE 水平的比较，我们看到老凤祥 ROE 平稳保持在 20%以上仅略低于周大生，且远高于行业主要黄金珠宝企业的平均 ROE 水平。我们认为这主要是由于两方面原因：1) 老凤祥在高杠杆模式下拥有较高的权益乘数；2) 老凤祥通过以经销加盟方式为主的开店策略开拓市场，轻资产运营渠道扩张速度较快，进而公司整体总资产周转率较高且显著高于同行其它企业。因此公司可在整体净利率相对较低的情况之下实现较高的 ROE 水平。

图表 53 我国珠宝首饰企业 ROE 水平

	2016	2017	2018
周大生	28.1%	23.7%	22.0%
老凤祥	22.0%	21.3%	20.4%
周大福	9.2%	12.6%	14.3%
潮宏基	8.9%	9.3%	2.1%
爱迪尔	4.9%	4.2%	1.9%
萃华珠宝	2.3%	5.4%	2.5%
明牌珠宝	1.4%	2.8%	2.9%
平均值	10.97%	11.3%	9.44%

资料来源：Wind，华创证券

图表 54 重点珠宝首饰企业 ROE 杜邦分析

时间	净利润率			权益乘数			总资产周转率		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
老凤祥	3.9%	3.7%	3.6%	2.7	2.6	2.5	2.7	2.9	3.0
周大生	14.7%	15.6%	16.6%	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1	0.9
周大福	6.1%	7.1%	7.0%	1.6	1.6	1.9	1.0	1.1	1.1

资料来源: Wind, 华创证券

五、受益股权结构改革&渠道下沉&金价上行，首次覆盖给予“强推”评级

受益股权结构改革&渠道下沉&金价上行，首次覆盖给予“强推”评级。老凤祥 2018 年实现营收 437.85 亿元，同比增长 9.98%；近 5 年营收 CAGR 为 5.8%。2018 年老凤祥实现归母净利润 12.05 亿元，同比增长 6.0%，近 5 年归母净利润 CAGR 为 6.2%。我们认为老凤祥将受益于 1) 股权结构改革释放市场活力；2) 金价步入上升通道促进行业景气度提升；3) 渠道下沉拓张门店行业集中度提升等三方面积极因素。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 14.33、16.48、19.20 亿元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍，给予“强推”评级；根据公司盈利预测及可比龙头珠宝公司周大福、六福集团、豫园股份、周大生市值及估值，给予 2020 年 20 倍 PE，对应目标价 62 元。

图表 55 可比公司估值情况

代码	公司	市值(亿元)	收盘价	EPS(TTM)	PE TTM	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
600612.SH	老凤祥	195.6	47.2	2.6	17.8	437.8	15.6
1929.HK	周大福	724.0	7.2	0.4	17.3	668.0	46.8
002867.SZ	周大生	141.8	19.4	1.3	15.1	48.7	8.1
600655.SH	豫园股份	303.3	7.8	0.8	9.7	337.8	34.2
0590.HK	六福集团	119.8	20.4	2.3	9.0	158.9	15.0

资料来源: Wind, 华创证券 注: 股价为 2019 年 12 月 16 日收盘价, 可比公司采用 wind 一致预期

六、风险提示

黄金珠宝景气度下降；金价波动带来的影响；门店拓展不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,750	5,836	7,161	8,732
应收票据	344	392	442	495
应收账款	443	485	547	613
预付账款	31	36	40	45
存货	8,901	10,105	11,391	12,759
其他流动资产	148	152	159	165
流动资产合计	14,617	17,006	19,740	22,809
其他长期投资	256	256	256	256
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	346	342	358	372
在建工程	18	14	12	12
无形资产	98	88	79	71
其他非流动资产	151	140	130	123
非流动资产合计	869	840	835	834
资产合计	15,486	17,846	20,575	23,643
短期借款	4,678	5,286	5,974	6,750
应付票据	0	0	0	0
应付账款	629	714	804	901
预收款项	174	198	223	250
其他应付款	314	314	314	314
一年内到期的非流动负债	0	0	1,029	0
其他流动负债	1,194	1,295	1,397	1,498
流动负债合计	6,989	7,807	9,741	9,713
长期借款	1,029.00	1,029.00	0.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	83	83	82	82
非流动负债合计	1,112	1,112	82	1,082
负债合计	8,101	8,919	9,823	10,795
归属母公司所有者权益	6,191	7,306	8,640	10,164
少数股东权益	1,193	1,621	2,112	2,684
所有者权益合计	7,385	8,927	10,752	12,848
负债和股东权益	15,486	17,846	20,575	23,643

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-365	999	1,144	1,323
现金收益	1,859	2,191	2,485	2,797
存货影响	-1,691	-1,204	-1,286	-1,368
经营性应收影响	-101	-92	-115	-123
经营性应付影响	-148	109	116	124
其他影响	-284	-5	-56	-106
投资活动现金流	-10	-33	-55	-57
资本支出	-70	-45	-64	-64
股权投资	93	0	0	0
其他长期资产变化	-33	12	9	7
融资活动现金流	767	120	236	305
借款增加	1,774	608	687	747
财务费用	-1,028	-656	-513	-598
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	21	168	62	156

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	43,784	49,833	56,212	62,997
营业成本	40,175	45,611	51,414	57,589
税金及附加	191	217	245	275
销售费用	710	808	911	1,021
管理费用	470	535	604	677
财务费用	210	269	287	247
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	-115	-70	-40	10
投资收益	94	94	94	94
其他收益	120	120	120	120
营业利润	2,109	2,515	2,899	3,385
营业外收入	45	45	46	45
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	2,150	2,556	2,941	3,426
所得税	586	696	802	934
净利润	1,564	1,860	2,139	2,492
少数股东损益	359	427	491	572
归属母公司净利润	1,205	1,433	1,648	1,920
NOPLAT	1,716	2,055	2,348	2,671
EPS(摊薄) (元)	2.30	2.74	3.15	3.67

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	10.0%	13.8%	12.8%	12.1%
EBIT 增长率	10.5%	19.7%	14.3%	13.8%
归母净利润增长率	6.0%	18.9%	15.0%	16.5%
获利能力				
毛利率	8.2%	8.5%	8.5%	8.6%
净利率	3.6%	3.7%	3.8%	4.0%
ROE	16.3%	16.0%	15.3%	14.9%
ROIC	16.3%	16.9%	16.7%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	50.0%	47.7%	45.7%
债务权益比	78.4%	71.7%	65.9%	61.0%
流动比率	209.1%	217.8%	202.6%	234.8%
速动比率	81.8%	88.4%	85.7%	103.5%
营运能力				
总资产周转率	2.8	2.8	2.7	2.7
应收账款周转天数	5	3	3	3
应付账款周转天数	6	5	5	5
存货周转天数	72	75	75	75
每股指标(元)				
每股收益	2.30	2.74	3.15	3.67
每股经营现金流	-0.70	1.91	2.19	2.53
每股净资产	11.83	13.97	16.52	19.43
估值比率				
P/E	21	17	15	13
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	12	10	9	8

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500