

老凤祥 (600612.SH)

黄金珠宝龙头，品类优化+门店扩张驱动长期发展

2020年06月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

黄泽鹏 (分析师)

李旭东 (联系人)

huangzepeng@kysec.cn

lixudong@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790120010014

日期	2020/6/12
当前股价(元)	46.60
一年最高最低(元)	56.19/35.65
总市值(亿元)	243.77
流通市值(亿元)	147.77
总股本(亿股)	5.23
流通股本(亿股)	3.17
近3个月换手率(%)	39.61

● 黄金珠宝龙头稳步发展，首次覆盖给予“买入”评级

老凤祥是国内黄金珠宝龙头。我们认为，居民收入水平提升、年轻消费群体拓展将共同驱动黄金珠宝市场持续增长，而龙头企业凭借品牌和渠道优势，市占率有望继续提升。公司在品牌底蕴、工艺设计和产品品质方面优势明显，近年来通过品类结构优化、门店加速扩张及管理活力释放，有望进一步打开成长空间。我们预计公司2020-2022年归母净利润为14.80/17.26/19.85亿元，对应EPS为2.83/3.30/3.79元，当前股价对应PE为16/14/12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 黄金珠宝行业集中度提升空间大，消费+投资双重属性驱动行业规模增长

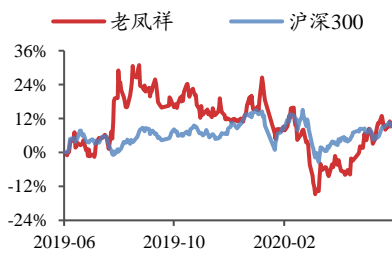
2018年我国黄金珠宝市场规模近7000亿元，行业空间广阔。但相比海外成熟市场，国内人均珠宝消费仍有较大提升空间（2018年美/日/中人均珠宝消费分别为322/187/56美元）。未来，随着人均收入水平提升、产品及营销方式革新带来的年轻消费受众增多，行业规模有望持续增长。而从竞争格局来看，目前外资品牌定位高端市场，国内龙头则主打中高端市场。行业龙头凭借在品牌、渠道及资金上的优势，近年来市占率稳步提升。2020年疫情对线下客流造成较大影响，中小品牌经营普遍承压，行业加速洗牌，集中度有望进一步提升。

● 老凤祥背靠品牌工艺外延门类，借助加盟经销模式稳步扩张

公司品牌成立170余年，在品牌底蕴、工艺设计和产品品质方面积淀深厚，未来发展也具备较多看点。产品方面，公司不断加大对高毛利率精品黄金以及镶嵌类等非黄金产品布局，品类结构持续优化。渠道方面，公司通过轻资产加盟模式快速扩张，2019年净增门店372家（2017/2018年分别新增186/347家），门店扩张明显提速。此外，公司通过推进股权改革及引入职业经理人等制度释放经营活力，目前公司资产周转率显著优于同行，ROE也处于行业较高水平，显示出较高的经营管理效率。未来，品类优化、门店扩张、经营提效有望共同带动公司进一步打开成长空间。

● 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

股价走势图



数据来源：贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43,784	49,629	52,716	59,052	66,299
YOY(%)	10.0	13.3	6.2	12.0	12.3
归母净利润(百万元)	1,205	1,408	1,480	1,726	1,985
YOY(%)	6.0	16.9	5.1	16.6	15.0
毛利率(%)	8.2	8.5	8.5	8.5	8.6
净利率(%)	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0
ROE(%)	21.2	21.9	19.9	19.8	19.3
EPS(摊薄/元)	2.30	2.69	2.83	3.30	3.79
P/E(倍)	20.2	17.3	16.5	14.1	12.3
P/B(倍)	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、百年品牌底蕴深厚，黄金珠宝龙头地位稳固	4
2、黄金珠宝行业稳步增长，龙头集中度有望进一步提高.....	5
2.1、黄金珠宝行业空间广阔，消费升级与渗透率提升驱动行业发展.....	5
2.2、黄金饰品消费占比大，消费+投资属性推动未来增长	7
3、老凤祥：非黄金类占比提升+渠道扩张+国企改革促增长	10
3.1、品牌端：老字号品牌底蕴丰厚，多样化营销深挖品牌内涵.....	10
3.2、产品端：高研发投入保证产品更新，品类结构优化带动毛利率上行.....	11
3.3、渠道端：加盟经销轻资产扩张，自营店标杆作用带动发展.....	12
3.4、股权改革+职业经理人制度焕发企业活力	14
3.5、高资产周转率叠加适当杠杆，公司 ROE 处于行业较高水平.....	15
4、盈利预测与投资建议	16
4.1、关键假设.....	16
4.2、盈利预测与估值.....	16
5、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

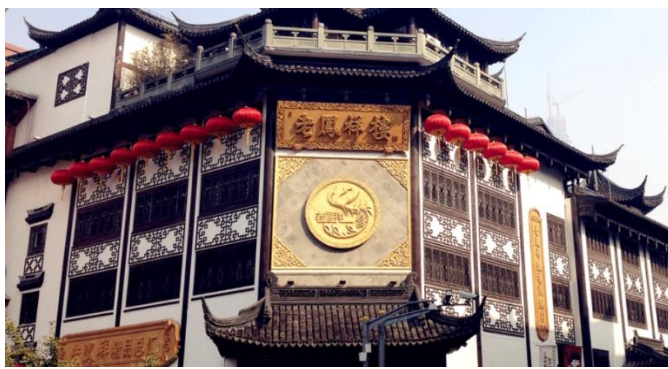
图 1： 公司是具有百年历史的老字号品牌	4
图 2： 公司下设三大业务板块，以珠宝首饰业务主	4
图 3： 2019 年公司实现营业收入 496.3 亿元	4
图 4： 2016 年以来公司归母净利润实现稳步增长	4
图 5： 2019 年公司毛利率、净利率均有所改善	5
图 6： 2019 年公司整体费用率有所下滑	5
图 7： 行业经过震荡调整后近年来稳步增长	5
图 8： 我国人均可支配收入增长稳定在 8% 以上	6
图 9： 我国人均黄金珠宝消费水平远低于日本和美国	6
图 10： 内地全国性品牌和区域性品牌混合发展	6
图 11： 近年来黄金珠宝行业集中度稳步提升.....	7
图 12： 2018 年内地黄金珠宝市占率，老凤祥位列第一.....	7
图 13： 黄金产品消费占据我国珠宝行业消费半数以上.....	7
图 14： 我国黄金需求中黄金首饰占比维持在 60% 以上	7
图 15： 黄金珠宝兼具消费和投资双重属性	8
图 16： 黄金首饰消费以婚庆纪念等刚需为主	9
图 17： 年轻人群目前对于黄金饰品的消费意愿相对较低.....	9
图 18： 黄金珠宝龙头品牌更受中小城市欢迎	9
图 19： 老凤祥品牌已经成立 170 余年，底蕴深厚	10
图 20： 公司多样化营销方式深挖品牌内涵，提高品牌知名度.....	11
图 21： 公司不断扩大产品矩阵	11
图 22： 公司研发费用保持在 2000 万以上	11
图 23： 非黄金类首饰占比不断提高	12
图 24： 老凤祥年轻化产品迭代更新	12

图 25: 老凤祥具有“五位一体”的立体营销模式.....	13
图 26: 老凤祥加盟连锁店占比不断提高.....	13
图 27: 老凤祥新开门店提升品牌和门店形象.....	13
图 28: 黄金珠宝业务香港及国外毛利率高于大陆地区.....	13
图 29: 核心子公司上海老凤祥有限公司进行股权结构调整.....	14
图 30: 公司 ROE 处于行业中较高水平.....	15
图 31: 老凤祥资产周转率水平较高.....	16
图 32: 老凤祥权益乘数稳定在 2.6 左右.....	16
表 1: 珠宝行业上市公司估值情况: 老凤祥作为品牌力雄厚的行业龙头, 估值应享有一定溢价.....	16

1、百年品牌底蕴深厚，黄金珠宝龙头地位稳固

老凤祥为黄金珠宝行业龙头之一，以百年品牌著称，现已构筑全品类矩阵和完整产业链。公司下设“老凤祥”珠宝首饰、“工美”工艺美术、“中华”笔类文教用品三大业务板块。其中老字号品牌老凤祥创始于1848年，是稀有的“百年金字招牌”，具有精湛独特的制造工艺和丰富深厚的品牌内涵。截至2020年3月31日，公司共拥有营销网点3891家（含海外银楼19家）。公司集科工贸于一体、产供销于一身，形成从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力。公司始终坚持自主创新和研发，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地把控上游生产源头；产品上构建珠宝首饰全品类矩阵并向服饰类饰品、旅游纪念品、工艺品、钟表、珐琅和眼镜等产业跨界延伸；下游渠道方面则以加盟经销为主，结合自营银楼建设，轻资产运营灵活扩张的同时严控品牌管理。

图1：公司是具有百年历史的老字号品牌



资料来源：公司官网

图2：公司下设三大业务板块，以珠宝首饰业务主



“老凤祥”珠宝首饰 “工美”工艺美术 “中华”笔类文教用品

资料来源：公司官网、开源证券研究所

营业收入增速恢复，净利润稳步增长。根据公司年报，2019年公司实现营业收入496.3亿元，同比增长13.4%，增速较2018年提升3.4个百分点。2016年黄金珠宝行业受整体经济环境影响底部徘徊，之后公司不断推进产品结构和市场调整，深耕三、四线城市，同时2017年其投资的东莞镶嵌生产基地试产、老凤祥钟表公司试运营，市场红利和产品优势在2018和2019年逐步显现。净利润方面，2019年公司实现归母净利润14.1亿元，同比增长16.9%，增速恢复较高水平。2020年一季度，公司实现营业收入/归母净利润145亿/3.7亿元，同比分别-3.4%/-0.6%，疫情之下仍然表现稳健。

图3：2019年公司实现营业收入496.3亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

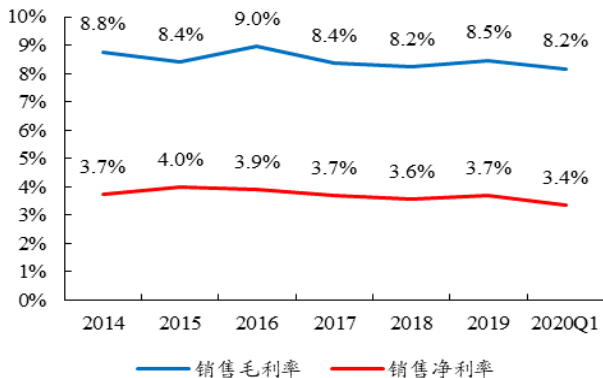
图4：2016年以来公司归母净利润实现稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

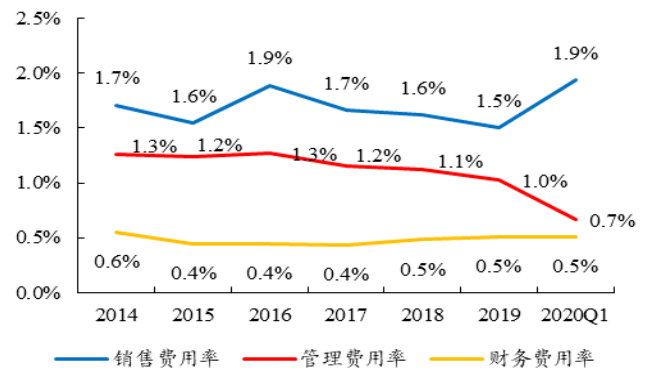
疫情之中毛利率、净利率继续改善，整体费用率保持稳定。随着公司加大镶嵌类产品布局、使用新材料和新工艺逐渐提高工美产品性能、大力推广大文教产品等举措，2019年公司毛利率有所回升，总毛利率达到8.5%，其中黄金珠宝、工艺品销售、笔类业务毛利率分别为10.3%、20.6%、39.4%，分别同比增长1.2%、97.0%、15.4%。费用率方面，2019年公司销售/管理/财务费用率分别为1.5%、1.0%、0.5%，整体有所下滑。2020年一季度，公司毛利率/净利率分别为8.2%、3.4%，同比分别+0.7/+0.02pct，销售/管理/财务费用率分别为1.9%/0.7%/0.5%，整体费用率相对保持稳定。

图5：2019年公司毛利率、净利率均有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019年公司整体费用率有所下滑



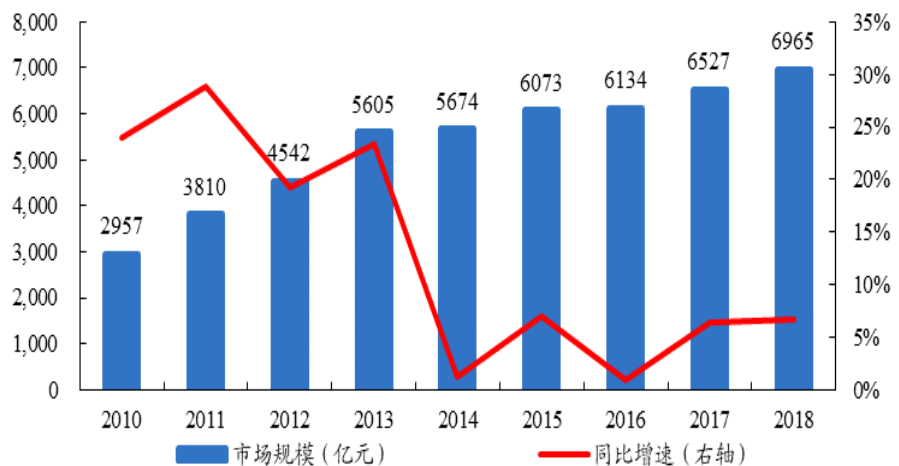
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、黄金珠宝行业稳步增长，龙头集中度有望进一步提高

2.1、黄金珠宝行业空间广阔，消费升级与渗透率提升驱动行业发展

过去十年，我国黄金珠宝行业规模稳步增长。根据 Euromonitor 数据，2018 年国内黄金珠宝市场总规模为 6965 亿元，自 2010 年来复合平均增长率达 11.3%。回顾历史发展，黄金珠宝行业经过 2010-2013 年的高速增长后，2013 年因“抢金潮”透支了未来消费能力，导致此后几年行业增速中枢明显下移。2017 年之后，随着消费升级、通胀和避险等影响因素驱动，行业增速逐渐触底回升。根据 Euromonitor 预计，未来我国黄金珠宝市场增速将稳定在 3%-5% 区间。

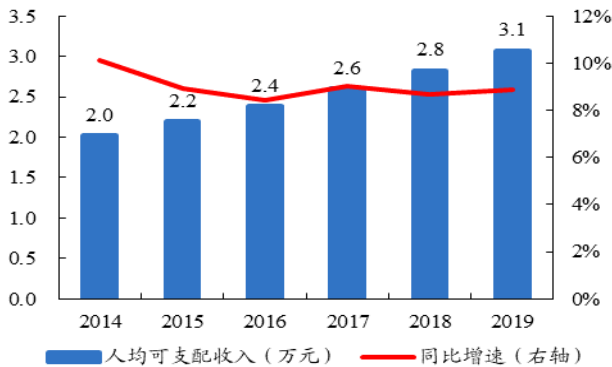
图7：行业经过震荡调整后近年来稳步增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

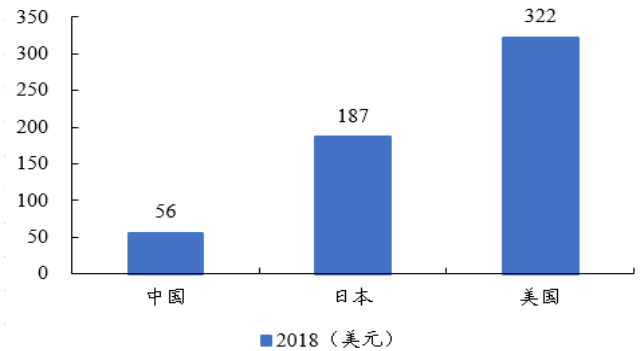
长期来看，消费升级和渗透率提高有望驱动行业规模持续增长。根据国家统计局数据，2018年我国人均GDP超9000美元，2019年我国居民人均可支配收入3.07万元，同比增长8.9%，保持快速增长。然而对比海外成熟市场，我国黄金珠宝首饰在人均珠宝消费方面仍有较大提升空间。根据前瞻产业研究院数据，2018年我国人均珠宝消费数额为56美元，而日本和美国分别为187美元/322美元，分别为中国的5.8倍/3.3倍，差距较为明显。随着我国经济不断发展、人均可支配收入不断提高，人居黄金珠宝首饰消费水平有望不断向发达经济体趋近。

图8：我国人均可支配收入增长稳定在8%以上



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图9：我国人均黄金珠宝消费水平远低于日本和美国



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

竞争格局方面，外资定位高端市场，国内龙头主打中高端市场，竞争较为激烈。外资珠宝品牌，如Tiffany、Cartier、Bvlgari等主要定位高端奢侈品，覆盖一二线城市，渠道以自营为主。国内方面，港资周大福、周生生、六福及内地品牌周大生、老凤祥、老庙黄金、潮宏基、明牌珠宝等占据中高端市场。此外还有部分区域性品牌，如北京莱百、沈阳萃华珠宝、深圳爱迪尔、杭州曼卡龙等，在各地具有渠道资源优势和品牌沉淀。总体来看，在中高端黄金珠宝市场，品牌众多导致行业竞争较为激烈。

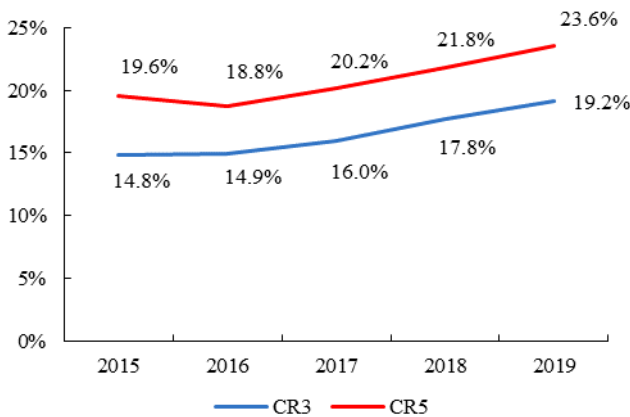
图10：内地全国性品牌和区域性品牌混合发展



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

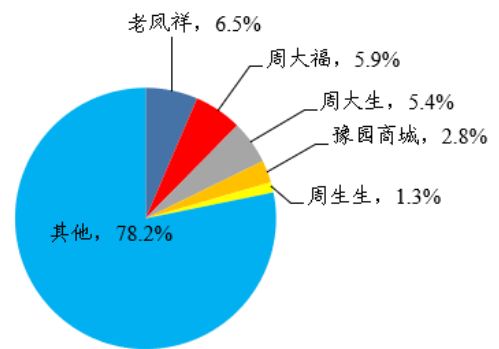
行业集中度稳步提升，龙头公司凭借品牌、渠道、规模等优势，市占率有望持续提升。近年来国内黄金珠宝行业龙头品牌市占率保持稳步增长：根据 Euromonitor 数据显示，2018 年 CR5（行业排名前 5 家企业所占的市场份额）达到 23.6%，CR3 达到 19.2%，与 2014 年相比分别提高 5.4/3.5pct（不包括港澳台业务）。2018 年内地市占率前三企业为老凤祥（6.5%）、周大福（5.9%）、周大生（5.4%）。在 2018 年经济下行压力加大的情况下，龙头公司积极布局，加速抢占市场，市场份额继续稳健提升。2020 年一季度以来，受疫情影响，中小品牌企业现金流承压，而头部公司在品牌、融资、渠道及规模上具有明显优势，现金流相对充沛，抗风险能力更强，有望实现逆势扩张。同时，加盟商在合作品牌选择时也会更加注重投资回收期更短、稳定性更强的珠宝品牌，未来有望驱动行业进一步向头部品牌集中。

图11：近年来黄金珠宝行业集中度稳步提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图12：2018年内地黄金珠宝市占率，老凤祥位列第一

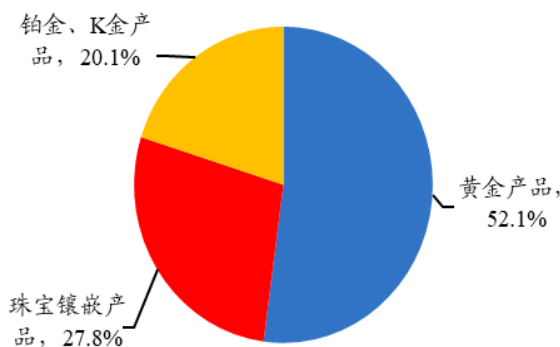


数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

2.2、黄金饰品消费占比大，消费+投资属性推动未来增长

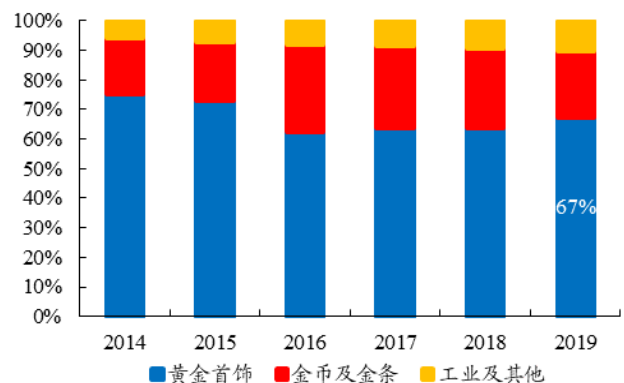
目前我国黄金饰品消费占据黄金珠宝行业消费半数以上，黄金需求以消费属性为主。根据 Frost&Sullivan 数据显示，我国黄金产品、珠宝镶嵌产品和铂金、K 金产品消费分别占珠宝行业比例为 52.1%、27.8%、20.1%，从黄金消费量角度来看，我国黄金消费以黄金首饰消费为主。2019 年国内黄金首饰消费量 676 吨，从消费结构来看，黄金首饰消费量占黄金总消费量比重从 2016 年的 62.7% 提升至 2019 年 67.4%，且该比重常年维持在 60% 以上。

图13：黄金产品消费占据我国珠宝行业消费半数以上



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

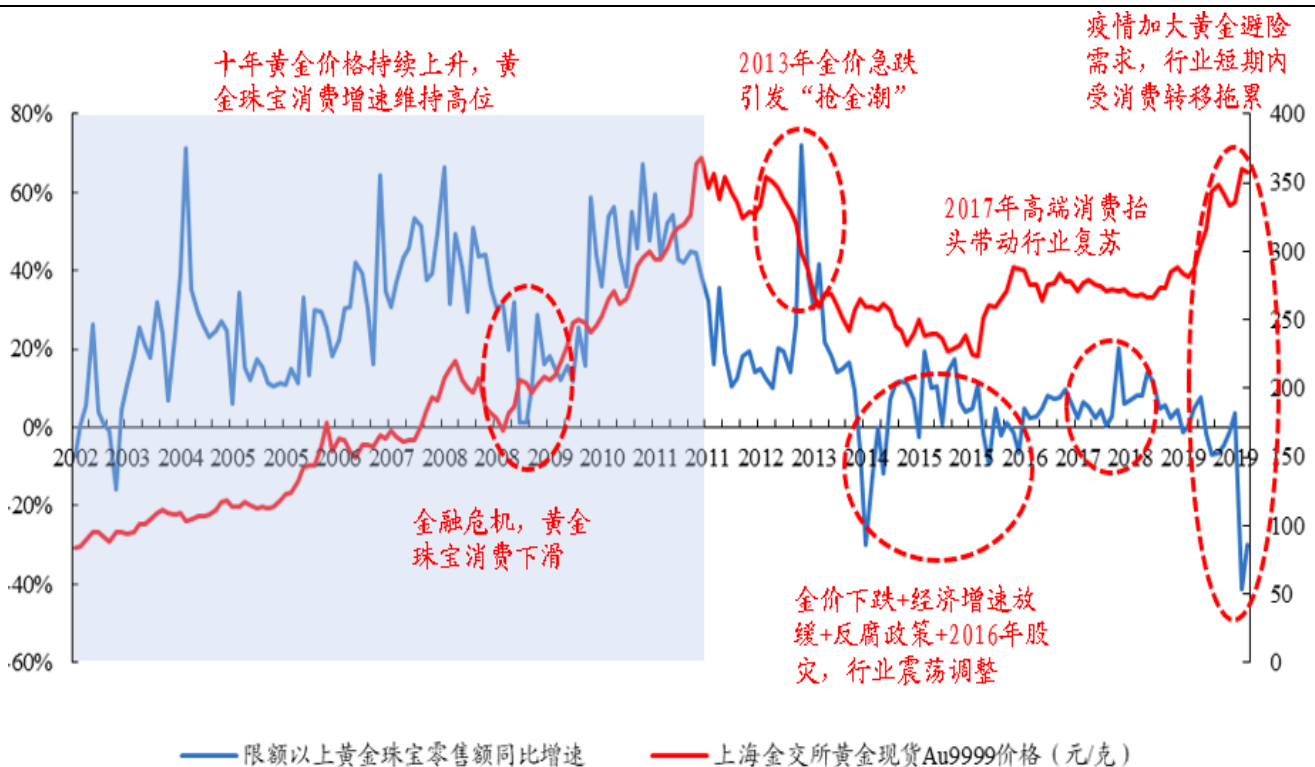
图14：我国黄金需求中黄金首饰占比维持在 60% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄金珠宝兼具消费和投资双重属性。我们对 2002 年至 2020 年的黄金珠宝零售额以及黄金价格变化趋势进行复盘，可以看到，2002-2012 年是行业快速发展时期，黄金价格稳步上涨，黄金珠宝消费增速维持在较高水平。2008 年受金融危机影响黄金珠宝消费增速下降，在 2009 年 2 月达到低点 1.3%，此时黄金价格仍然上涨，投资避险需求仍高，零售额下滑主要受消费需求下滑影响。2013 年，金价急剧下跌引发“抢金潮”，在一定程度上透支了 2014 年的黄金珠宝消费需求，叠加金价下跌趋势、经济增速放缓、反腐政策推行以及 2016 年股灾等因素，2014 年至 2016 年行业处于底部震荡调整阶段。2017 年，高端消费抬头带动行业结构性复苏，黄金珠宝消费属性在该阶段凸显。2020 年新冠疫情爆发后，全球经济不确定性加大，黄金良好的避险投资属性促使其价格短期快速上涨，但由于线下商场门店客流大幅下滑，导致作为可选消费的黄金珠宝零售额出现大幅下滑，1-4 月零售额累计同比下滑 32.5%。

图15: 黄金珠宝兼具消费和投资双重属性

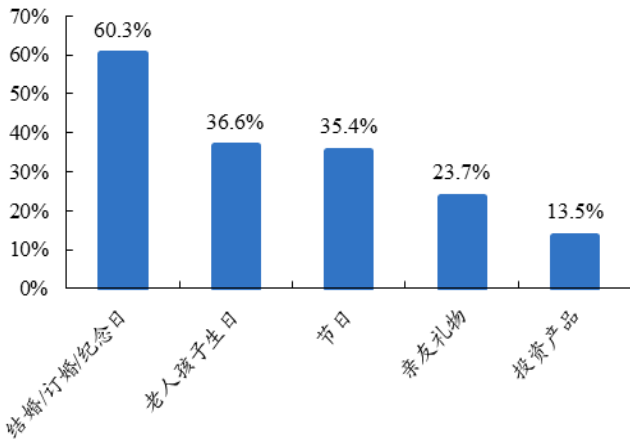


数据来源: Wind、开源证券研究所

黄金饰品作为情感表达的载体，广泛用于婚庆、节日、赠礼等场景。当前黄金饰品消费以情感为主线，集中在婚庆场景、节日场景以及赠礼等人情往来场景。婚庆为刚性低频需求，消费占比达到 60.3%，其他场景则表现出多频次消费特征，黄金饰品越来越成为表达情感的载体。

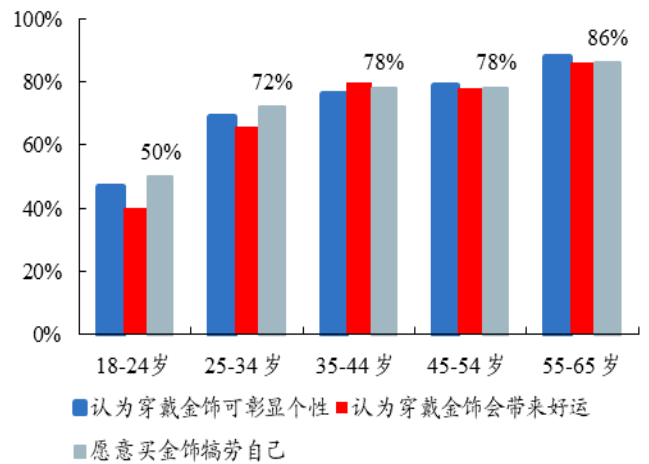
产品及营销方式革新下，年轻消费受众有望逐渐增多。消费人群方面，当前年轻人群对于黄金饰品的消费意愿不如千禧一代（1984 年-1995 年出生的群体）和中老年群体。根据世界黄金协会数据，2019 年，18-24 岁人群中愿意买金饰犒劳自己的仅占 50%，而在 35 岁以上人群中，近 80% 的人表示愿意买金饰犒劳自己。一方面，随着年轻一代成长，对黄金消费意愿水平有望逐渐提升。此外，头部品牌如老凤祥、周大生等也在加速产品结构以及营销方式等方面年轻化，积极拓展年轻客户群体。未来，随着社会人口结构变化以及消费群体扩大，黄金饰品消费规模有望持续增长。

图16: 黄金首饰消费以婚庆纪念等刚需为主



数据来源: 中国黄金珠宝协会、开源证券研究所

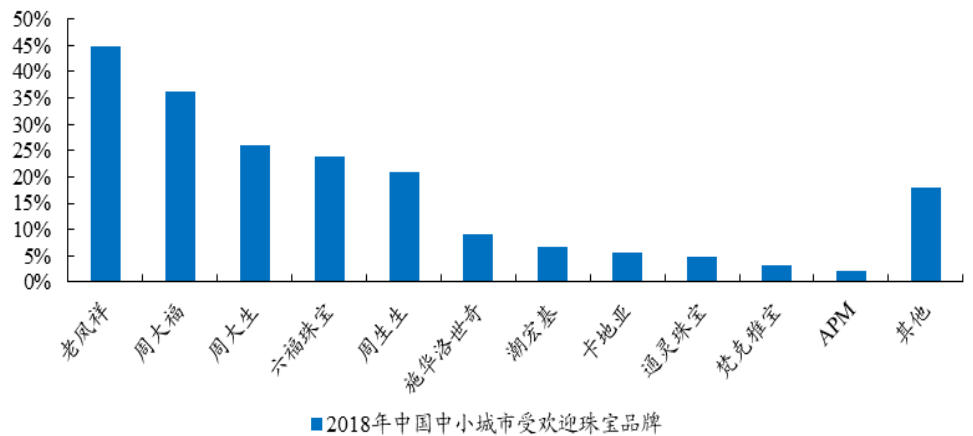
图17: 年轻人群目前对于黄金饰品的消费意愿相对较低



数据来源: 世界黄金协会、开源证券研究所

三四线城市消费者更加倾向于选择龙头珠宝品牌。根据艾瑞咨询《2019中国中小城市购物中心消费者研究》，在渗透率较高且人均收入水平较高的一二线城市，消费者对于黄金饰品个性化、差异化要求较高，而在三四线城市，消费者则更关注品牌力。在2018年我国中小城市最受欢迎珠宝品牌中，老凤祥、周大福、周大生、六福珠宝、周生生等龙头品牌位居前列。低线城市的广阔市场需求有望推动龙头珠宝品牌的市占率进一步提升。

图18: 黄金珠宝龙头品牌更受中小城市欢迎



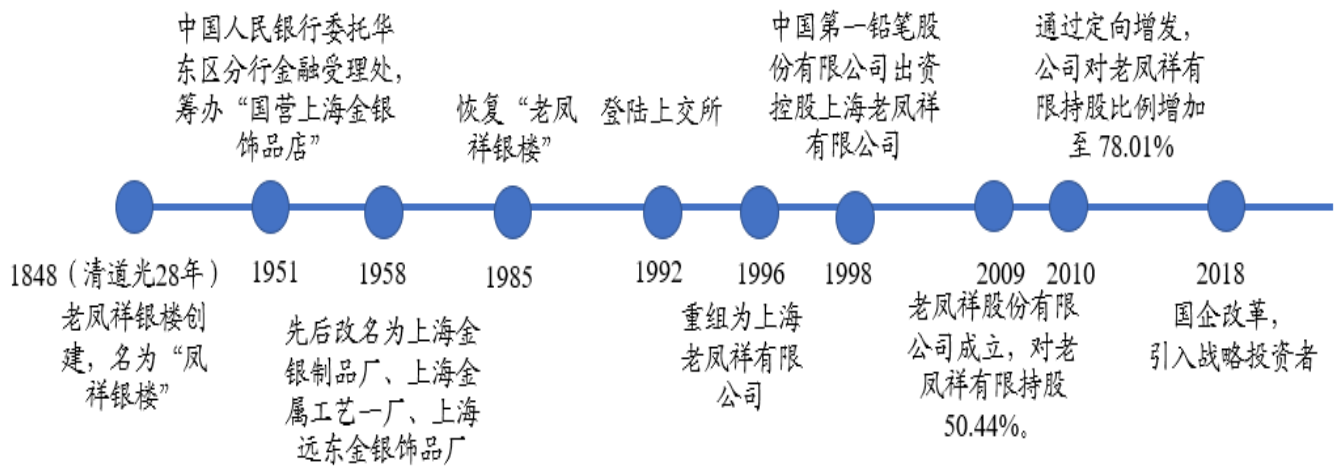
数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

3、老凤祥：非黄金类占比提升+渠道扩张+国企改革促增长

3.1、品牌端：老字号品牌底蕴丰厚，多样化营销深挖品牌内涵

公司品牌历史悠久，通过技艺与设计构筑独特优势。老凤祥品牌成立于1848年，距今已有170余年历史。2019年，在德勤“全球100大奢侈品公司排行榜”中，老凤祥以313亿元的品牌价值名列第15位。公司以轻工业起家，在工艺设计上具有明显优势，其金银细工制作技艺荣列“国家级非物质文化遗产”名录，金银首饰镶嵌技艺被认定为“上海市优秀传统技艺”。独特的工艺与精湛的技艺使得公司在高端定制领域具有显著竞争优势。公司于1992年登陆上交所，并于2018年开启国企改革进程，历久弥新，不断释放组织活力。

图19：老凤祥品牌已经成立170余年，底蕴深厚



资料来源：公司官网、开源证券研究所

营销方式逐渐多元化，并从品牌宣传开始向产品宣传转变。2018年，公司以老凤祥170周年华诞作为品牌宣传主线，首度冠名京沪线、京广线及西北地区高铁列车；2019年公司参加第三届上海国际时尚消费品博览会、第十三届中华老字号博览会、2019上海国际珠宝展览会等，并联合江苏地区经销商首次在上海以外区域举办高端珠宝VIP鉴赏会，通过多元化营销方式逐渐提升品牌知名度。此外公司在战略上逐渐由品牌宣传延伸到产品宣传，针对不同单一产品，结合其产品特点进行差异化营销，有望更加精准定位目标群体，如公司邀请世界顶级斯诺克球手贾德·特鲁姆普代言钟表系列产品。

公司不断推进线上业务发展和会员体系建设。2019年公司尝试网红直播方式宣传品牌活动，并在抖音、微信公众号、小红书等渠道培训自己的业务员进行直播带货；此外，公司还通过微信公众号发展粉丝经济，疫情期间增加粉丝2万多名，积极尝试新型营销方式。在会员制度建设方面，2019年公司开始在上海推行会员制度，目前拥有近十二万注册会员。公司通过多种方式加强与会员的联系，如2019年末公司举行上海地区首次老凤祥饰尚魅力跨年狂欢夜会员活动，不断提升消费者品牌忠诚度。会员体系建设帮助公司持续积累消费者数据，从而推出更具有针对性的营销方案，提升精准营销水平。

图20: 公司多样化营销方式深挖品牌内涵, 提高品牌知名度



资料来源: 老凤祥公众号、开源证券研究所

3.2、产品端: 高研发投入保证产品更新, 品类结构优化带动毛利率上行

自建生产基地, 具备从源头至终端一体化生产销售能力。公司坚持自主研发和创新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, 可有效把控产品质量。2014年东莞素金基地建成, 2018年其总出货量达到42.9吨; 2017年东莞镶嵌生产基地开始运营, 计划年产80至100万件镶嵌首饰。目前公司销售产品中, 两生产基地直接供货的比重达到70%, 在产能上具有丰富保障。

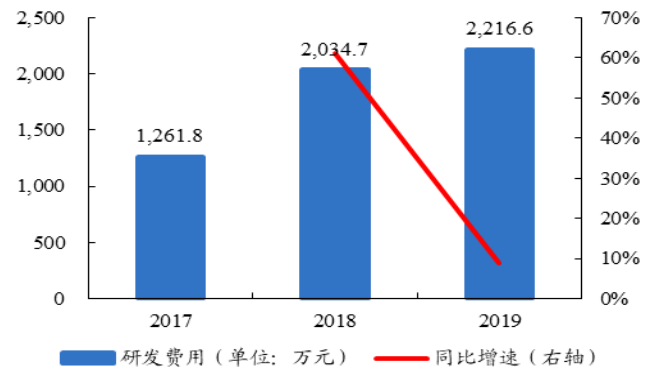
产品品类不断拓展, 持续高研发投入保证产品更新。2017年公司成立上海老凤祥钟表有限公司, 拓展手表品类; 2019年公司以胸针产品为突破口, 推出服饰类饰品。目前公司形成了以黄金为主, 铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、珉琅、K金珠宝眼镜、珊瑚、手表、琥珀、胸针饰品、工艺美术旅游纪念品等为辅的较齐全产品矩阵。在研发投入方面, 2019年公司研发费用2216.6万元, 同比增长8.9%, 保持在较高水平; 完成各类新产品开发472项, 对应产品收入107.9亿元, 占营业收入21.7%; 公司有效授权专利为447项, 截至2019年末企业拥有发明专利共计17项。在公司持续研发和投入下, 老凤祥黄金珠宝首饰新产品更新率保持在27%-30%之间。

图21: 公司不断扩大产品矩阵



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图22: 公司研发费用保持在2000万以上

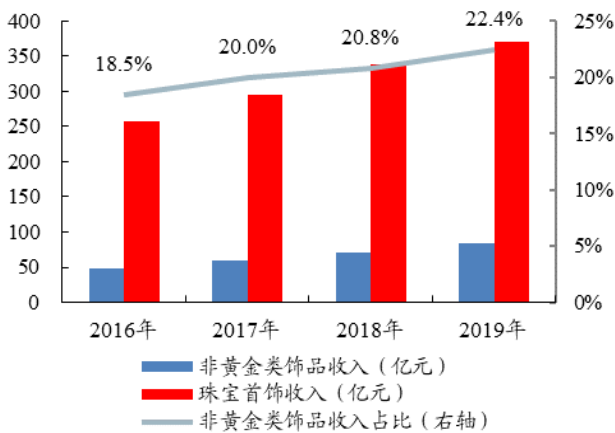


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

高附加值产品比重增大，品类结构不断优化。一方面，公司在普通黄金类产品中，通过进一步加工升级为精品黄金，从而提升产品附加值；另一方面，公司不断加大对镶嵌首饰、钻石、珍珠等非黄金类首饰投入，该品类销售占比从2016年的18.5%提升至2019年22.4%。普通黄金类产品整体毛利率在8%左右，而镶嵌类产品根据镶嵌的玉石种类不同毛利率在30%-36%之间，品类结构的不断优化有望持续提升公司的盈利能力。

与迪士尼等合作加大年轻化产品布局。在年轻化市场布局方面，公司也进行了诸多尝试。2018年，公司使用迪士尼相关元素进行自主设计，不断推出“迪士尼”系列新产品；2019年，公司推出具备足金高成色高保值、K金款式时尚轻奢等优点的5G黄金产品，在客户中受到较大欢迎；2020新年，公司推出“十二生肖·福运宝宝”吊坠系列、“吉小宝·转运珠”系列、“凤祥喜事·繁花如梦”等足金产品以及珐琅、珍珠、胸针等饰品，持续在产品年轻化方面发力。

图23：非黄金类首饰占比不断提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：老凤祥年轻化产品迭代更新



资料来源：老凤祥公众号、开源证券研究所

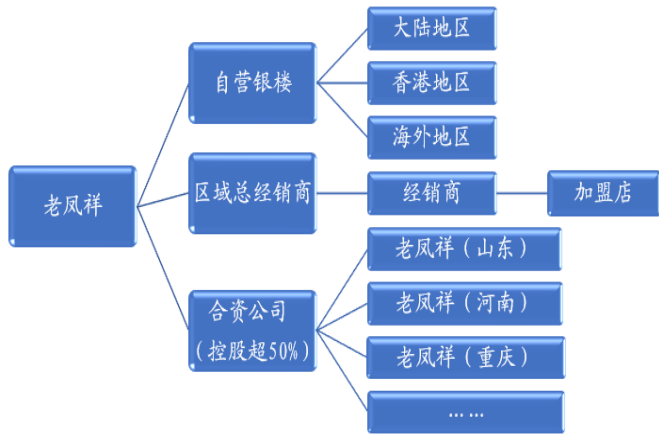
3.3、渠道端：加盟经销轻资产扩张，自营店标杆作用带动发展

加盟模式助力公司终端门店快速扩张。公司坚持自营银楼建设与合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”立体的营销模式，并主要通过加盟方式实现终端门店的快速扩张。截止2019年末，公司营业网点共计3893家（含海外银楼19家），其中连锁加盟店、专卖店和经销网点合计为3709家，占比95.3%，且该比重仍在持续提升（相比2016年的93.78%提升了1.5pct）。轻资产的加盟模式有助于公司快速拓展门店，提升品牌影响力，2019年公司净增门店372家，同比增长10.6%，继续保持快速扩张态势（2017/2018净增门店186/347家）。

订货会模式下，一季度销售表现稳健，合资公司带动区域发展势头强劲。公司销售以批发模式为主，并通过每年定期举办的订货会完成80%以上销售额。此次疫情爆发之前的春节订货会，公司完成过百亿销售额，使得公司2020第一季度整体表现优于同业（营业收入/归母净利润同比分别-3.4%/-0.6%）。公司与经销商共同发展，多年来保持紧密关系，疫情期间通过派遣业务员到各地门店补货等多种措施协助经销商经营，维持“生态圈”稳定运转。此外，公司会选择部分经济、营销能力较强的加盟商发展成为合资公司，并以优惠价格向合资公司出货，充分调动加盟商积极性。截至2017年，公司已成立3家区域合资公司（河南、山东、重庆），该3家合资公司2019

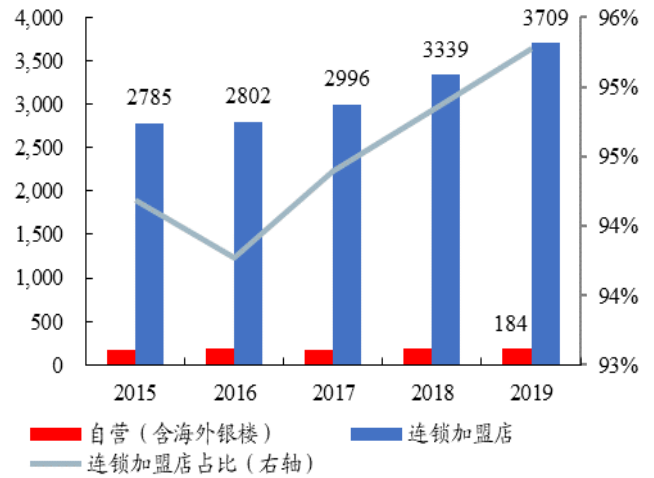
年全年业绩同比增长 11.4%，高于全国平均增幅，合资公司模式有助于公司在保证扩张质量的前提下提升扩张速度。

图25: 老凤祥具有“五位一体”的立体营销模式



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图26: 老凤祥加盟连锁店占比不断提高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

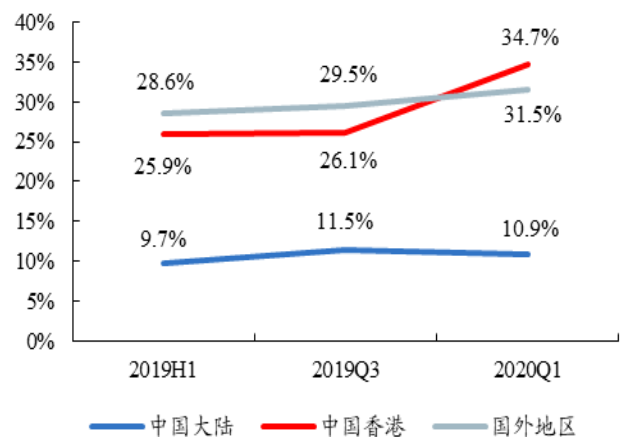
推进香港采购中心建设，积极拓展海外市场。公司重点推进香港作为海外采购中心的功能，香港地区较低的所得税率（首 200 万元港币的利润适用所得税税率 8.25%、剩余部分适用所得税税率 16.5%），为公司加大各类珠宝的海外采购起到了关键作用。2019 年公司调整了海外 3 家子公司（香港、美国、加拿大）采购流程，转为由香港公司统一配货，有效地缩短配货周期。公司积极拓展海外市场，并且不同市场的特点针对性地布局钻石、翡翠、有色宝石类镶嵌产品。香港及海外地区的布局可有效提高公司整体毛利率（2020Q1 香港及国外地区的毛利率分别为 34.7%、31.5%，显著高于同期大陆地区 10.9%的毛利率）。海外战略能够不断提高国际知名度和影响力，为品牌树立开拓良好渠道。根据规划，公司未来有望进一步拓展东南亚市场，目标打造东南亚第一品牌。

图27: 老凤祥新开门店提升品牌和门店形象



资料来源: 老凤祥公众号

图28: 黄金珠宝业务香港及国外毛利率高于大陆地区

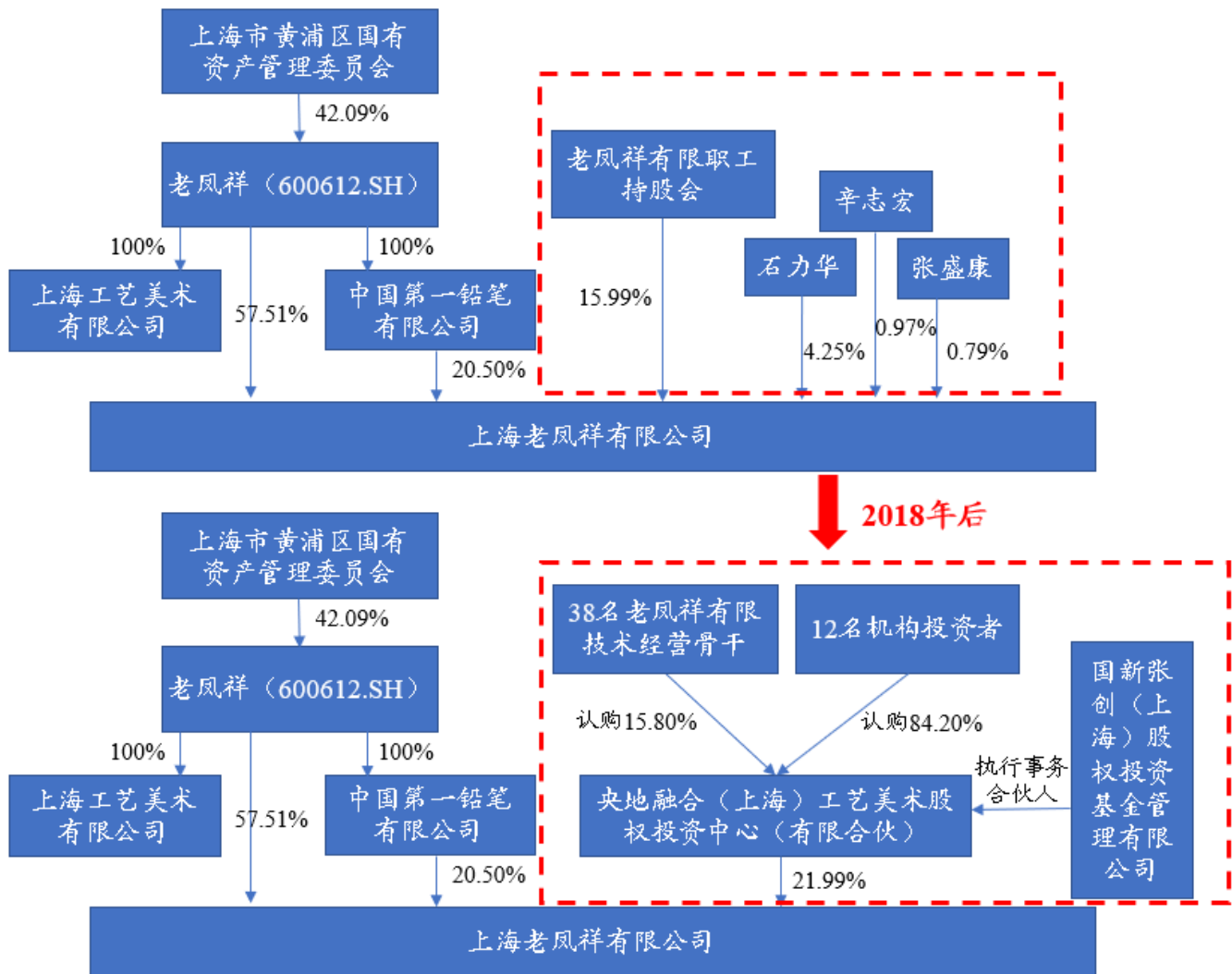


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.4、 股权改革+职业经理人制度焕发企业活力

改革实现股权多元化，完善市场化经营机制。2018年，公司被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单，引进了以央企国新控股为核心的战略投资者，并实施了对上海西泠印社有限公司的股权结构调整，开启国企改革进程。2019年，公司完成上海老凤祥有限公司21.99%非国有股权转让，原老凤祥有限职工持股会及自然人持股代表（石力华、辛志宏、张盛康）将持有的21.99%股权转让给央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）（简称“工艺美术基金”），38名技术骨干以现金4.74亿元认购工艺美术基金份额实现间接投资。此外，公司完成子公司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。通过改革优化公司股权结构，建立了完善的股权退出机制，结合战略投资者良好的资本运作经验，保证对高管和技术骨干的激励作用，提高了公司市场竞争能力和管理层决策水平，降低股东和管理层之间的信息不对称，有利于公司长远稳定发展。

图29：核心子公司上海老凤祥有限公司进行股权结构调整



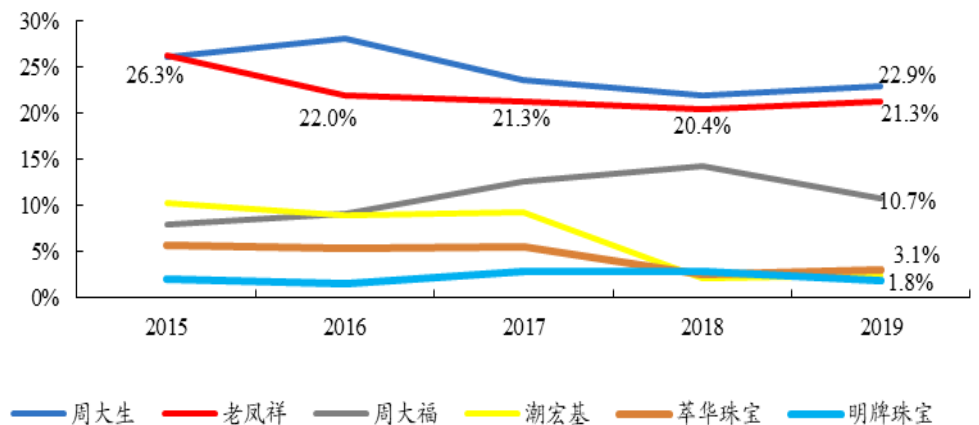
资料来源：公司公告、开源证券研究所

职业经理人制度重塑激励机制，焕发企业活力。公司在上海老凤祥钻石加工中心有限公司、第一铅笔有限公司、上海老凤祥珠宝首饰有限公司 3 家子公司进行职业经理人制度的试点，并邀请美世咨询进行制度设计和对职业经理人的考核评估。通过前期试点和后期推广，公司一方面为未来高层管理人员更新建立制度基础，另一方面建立起精密人才管理体系，提升经营管理市场化、国际化水平，将有利于公司加强海内外数十家子公司的高效管理。

3.5、高资产周转率叠加适当杠杆，公司 ROE 处于行业较高水平

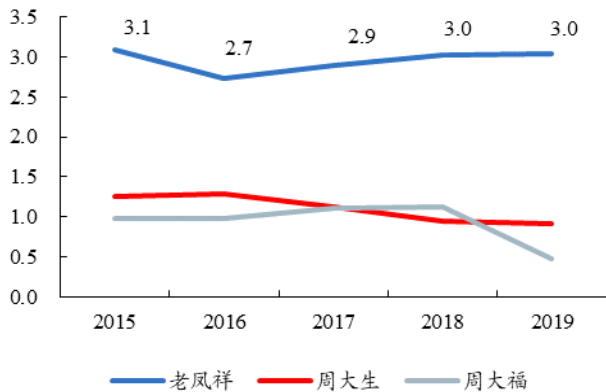
公司 ROE 处于行业中较高水平。老凤祥 ROE 水平处于同行业较高水平，2019 年公司 ROE 为 21.3%，仅次于周大生的 22.9%，在同行业上市公司中处于较高水平。公司的 ROE 2015-2018 年一直处于小幅下滑的水平，主要原因是公司的净利率逐年小幅下滑，但 2019 年 ROE 已经触底回升，同比提升 0.9pct。从更长时间维度观察，公司的 ROE 较为稳定，且一直保持在 20% 水平以上。

图30：公司 ROE 处于行业中较高水平

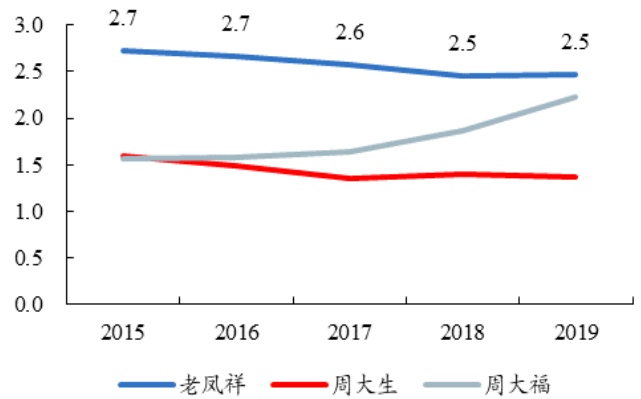


数据来源：wind、开源证券研究所

高 ROE 背后是高资产周转率和较高杠杆水平。2019 年公司资产周转率为 3.0，近五年来保持相对稳定，明显高于行业内其他上市公司。分析背后原因：一方面由于公司产品目前以黄金为主，黄金饰品作为市场主要饰品消费品类，购买频率高、周转速度快，相比之下，镶嵌类产品受单价高、流行趋势变化、营销力度大小等因素和特定需求影响，相对购买频率较低；另一方面公司以加盟经销为主的渠道模式，扩张灵活性强，该模式下，经销商先付款后拿货，如在订货会上经销商通常先根据不同的信用政策付部分款项，剩余款项下个月补足，因而应收账款周转较快。未来公司持续推进三四线城市渠道下沉有望抵消镶嵌类产品比重增加带来的资产周转率下降，公司资产周转率预计将继续保持稳定。此外，公司权益乘数较高，公司负债主要为短期借款和交易性金融负债（主要为黄金租赁合同产生），杠杆水平相对同业较高但近年来保持稳定，整体风险相对可控。

图31: 老凤祥资产周转率水平较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 老凤祥权益乘数稳定在 2.6 左右


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 公司推进线下门店扩张战略, 线下加速开店, 2020/2021/2022 分别开店 200/400/500 家。

(2) 公司增大镶嵌类、精品黄金产品比重, 品类结构改善与规模优势带动毛利率持续提升。

4.2、盈利预测与估值

我们认为, 公司在品牌底蕴、工艺设计、产品品质等方面具有显著竞争优势。近年来公司通过自建生产基地, 加大黄金精品和非黄金类产品 and 年轻化产品布局, 借助自身工艺优势不断扩展品类 (手表、眼镜、胸针等), 产品结构不断改善; 另一方面公司优化加盟经销体系, 以轻资产方式稳步扩张门店布局。2020 年公司计划拓店 200 家以上, 维持华东地区优势的同时渗透西南等地区, 有望进一步打开长期成长空间。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 14.80/17.26/19.85 亿元 (同比增速为 5.1%/16.6%/15.0%), 对应 EPS 为 2.83/3.30 /3.79 元, 当前股价对应 PE 为 16/14/12 倍。公司作为品牌力雄厚的行业龙头, 估值应享有一定溢价。

首次覆盖, 给予“买入”评级。

表1: 珠宝行业上市公司估值情况: 老凤祥作为品牌力雄厚的行业龙头, 估值应享有一定溢价

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002867.SZ	周大生	22.45	23.0	7.9	20.3	14.7	16	15	13	11
1929.HK	周大福	7.04	-36.6	29.7	15.0	-	24	15	13	
	平均						20	15	13	11
600612.SH	老凤祥	46.60	16.9	5.1	16.6	15.0	17	16	14	12

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/06/12, 周大生、周大福使用 Wind 一致预期数据, 老凤祥为开源证券预测数据)

5、风险提示

金价波动风险，影响公司成本；

疫情持续较长时间，黄金珠宝终端销售回暖乏力；

渠道扩张不及预期，对公司业绩增长造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14617	16405	23292	28214	29501
现金	4750	4320	11954	13391	15034
应收票据及应收账款	788	372	860	520	1029
其他应收款	36	34	41	43	51
预付账款	31	40	36	50	46
存货	8901	11405	10168	13977	13108
其他流动资产	111	233	233	233	233
非流动资产	869	776	759	781	799
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	346	332	335	365	393
无形资产	98	94	81	72	64
其他非流动资产	425	350	342	343	342
资产总计	15486	17181	24050	28994	30300
流动负债	6990	7700	13474	16947	16457
短期借款	4678	7055	12332	15821	15000
应付票据及应付账款	629	523	700	669	867
其他流动负债	1683	122	442	457	590
非流动负债	1112	1140	917	724	528
长期借款	1029	1047	823	631	435
其他非流动负债	82	93	93	93	93
负债合计	8102	8840	14391	17671	16986
少数股东权益	1193	1321	1761	2274	2865
股本	523	523	523	523	523
资本公积	512	511	511	511	511
留存收益	5153	5988	7004	8203	9593
归属母公司股东权益	6191	7020	7898	9049	10450
负债和股东权益	15486	17181	24050	28994	30300

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-371	-1254	3413	-828	3737
净利润	1564	1830	1920	2240	2575
折旧摊销	85	77	62	44	47
财务费用	210	253	295	295	331
投资损失	-94	222	200	200	200
营运资金变动	-2275	-3671	1036	-3506	683
其他经营现金流	139	35	-100	-100	-100
投资活动现金流	-10	-336	-145	-166	-166
资本支出	52	33	45	66	66
长期投资	-52	-317	0	0	0
其他投资现金流	-10	-621	-100	-100	-100
筹资活动现金流	767	1163	-910	-1058	-1107
短期借款	756	2377	0	0	0
长期借款	1029	17	-223	-192	-196
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-1020	-1231	-687	-866	-911
现金净增加额	387	-429	2357	-2052	2464

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	43784	49629	52716	59052	66299
营业成本	40175	45427	48261	54015	60592
营业税金及附加	191	170	180	202	226
营业费用	710	744	896	974	1081
管理费用	470	490	527	579	630
研发费用	20	22	32	35	40
财务费用	210	253	295	295	331
资产减值损失	-1	-4	0	0	0
其他收益	120	76	100	100	100
公允价值变动收益	-115	100	100	100	100
投资净收益	94	-222	-200	-200	-200
资产处置收益	0	3	0	0	0
营业利润	2109	2462	2524	2951	3399
营业外收入	45	36	40	40	40
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	2150	2493	2560	2986	3434
所得税	586	663	640	747	858
净利润	1564	1830	1920	2240	2575
少数股东损益	359	422	440	513	590
归母净利润	1205	1408	1480	1726	1985
EBITDA	2444	2937	2996	3527	4006
EPS(元)	2.30	2.69	2.83	3.30	3.79

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.0	13.3	6.2	12.0	12.3
营业利润(%)	9.8	16.8	2.5	16.9	15.2
归属于母公司净利润(%)	6.0	16.9	5.1	16.6	15.0
获利能力					
毛利率(%)	8.2	8.5	8.5	8.5	8.6
净利率(%)	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0
ROE(%)	21.2	21.9	19.9	19.8	19.3
ROIC(%)	14.4	13.8	10.3	10.1	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.3	51.5	59.8	60.9	56.1
净负债比率(%)	13.5	46.0	15.1	29.4	5.0
流动比率	2.1	2.1	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.8	0.6	1.0	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	3.0	3.0	2.6	2.2	2.2
应收账款周转率	59.6	85.6	85.6	85.6	85.6
应付账款周转率	63.2	78.9	78.9	78.9	78.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.30	2.69	2.83	3.30	3.79
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.71	-2.40	6.52	-1.58	7.14
每股净资产(最新摊薄)	11.84	13.42	15.10	17.30	19.98
估值比率					
P/E	20.2	17.3	16.5	14.1	12.3
P/B	3.9	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	10.8	10.0	9.1	8.4	6.9

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的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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835