

老凤祥 (600612)

证券研究报告

2018年04月30日

海内外密集展点，行业白马强者恒强

2017 年年报数据摘要：全年营收 398.10 亿，同比增长 13.86%；归母净利 11.36 亿，同比增长 7.44%；扣非后归母净利 10.23 亿，同比增长 4.02%。EPS 为 2.17 元/股。分季来看，Q1-Q4 营收及增速分别为：129.63 亿、+14.16%yoy，99.29 亿、+11.95%yoy，100.75 亿、+20.83%yoy，68.44 亿、+6.9%yoy；归母净利及增速分别为：3.12 亿、+29.46%yoy；2.72 亿、-3.55%yoy；3.14 亿、+12.14%yoy；2.39 亿、-5.91%yoy。2017H1 净开店 70 家（自营银楼净关 4 家、连锁专卖店净开 54 家、经销网点净开 20 家）；2017 年 H2 净开店 116 家（自营银楼净关 8 家、连锁专卖店净开 79 家、经销网点净开 41 家，香港净开 4 家）。2018 年公司推动市场布局向内地纵深区域拓展，确保全年新增自营银楼 5-10 家，新增专卖店、经销网点 150 家。

毛利率减少 0.60pct 至 8.35%；净利率下降 0.22pct 至 3.69%。**分季度看**，2017H1 毛利率为：7.71%（-0.07pct）、全年毛利率 8.35%（-0.6pct）。**分行业来看**，珠宝首饰毛利率 10.6%（-0.58pct）；黄金交易毛利率-0.85%（-1.09pct）。**分地区来看**，境内销售毛利率 8.81%（-0.68pct）；境外销售毛利率 15.75%（+0.32pct）。报告期内费用率 3.23%，同比下降 0.36pct，其中销售费用率 1.66%，同比下降 0.23pct；管理费用率 1.15%，同比下降 0.12pct；财务费用率 0.43%，同比下降 0.01pct。2017 全年归母净利 11.36 亿，同比增长 7.44%。

国内外网点布局加强，产业链不断完善，产品结构升级，珠宝钟表逐步走向成熟，未来增长可期。**①充分受益珠宝行业消费升级+金饰复苏。**2017 年金银珠宝零售总额同比下降 0.87%，珠宝行业虽未走出低谷，但逐渐呈现回暖趋势，进入新一轮复苏期。**②密集布店打造规模优势，加速海外市场拓展。**以香港为核心，积极布局海外。**③黄金珠宝首饰为核心，拓宽产业布局，完善产业链。**老凤祥通过（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司和上海老凤祥钟表有限公司进一步完善公司产品品类与品牌定位。镶嵌首饰生产基地的组建使公司产业链进一步完善，为自主研发生产建立坚实基础，对珠宝镶嵌饰品的发展起到强有力支撑。

维持盈利预测，维持买入评级。公司是上海市黄浦区国资委旗下黄金珠宝龙头企业，历史悠久成就品牌经典，力争打造大中华区黄金珠宝首饰第一品牌。2018 年品牌诞生 170 周年，预计公司将通过各项促销活动进一步扩大销售规模，提高盈利能力。**①产品结构不断优化，扩大非金首饰市场份额，改善毛利率，并推出高端定制项目增强产品附加值；②网点布局提速，规模优势突出，渠道下沉充分享受三四线城市消费升级；③国企改革预期持续催化，或将实现股权优化。**我们预计 18、19 年 EPS 分别为 2.45、2.82 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、13X，维持买入评级。

风险提示：珠宝品牌竞争加剧，门店扩展不达预期等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	34,963.78	39,810.35	44,231.61	49,430.04	54,949.26
增长率(%)	(2.10)	13.86	11.11	11.75	11.17
EBITDA(百万元)	1,914.71	2,053.04	2,148.93	2,519.08	2,808.15
净利润(百万元)	1,057.49	1,136.20	1,281.96	1,475.19	1,645.27
增长率(%)	(5.36)	7.44	12.83	15.07	11.53
EPS(元/股)	2.02	2.17	2.45	2.82	3.15
市盈率(P/E)	18.17	16.92	14.99	13.03	11.68
市净率(P/B)	3.80	3.43	2.96	2.55	2.17
市销率(P/S)	0.55	0.48	0.43	0.39	0.35
EV/EBITDA	10.27	10.52	7.25	8.11	5.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	36.74 元
目标价格	51 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	317.11
流通 A 股股本(百万股)	317.11
A 股总市值(百万元)	11,650.61
流通 A 股市值(百万元)	11,650.61
每股净资产(元)	11.41
资产负债率(%)	51.01
一年内最高/最低(元)	49.58/36.18

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

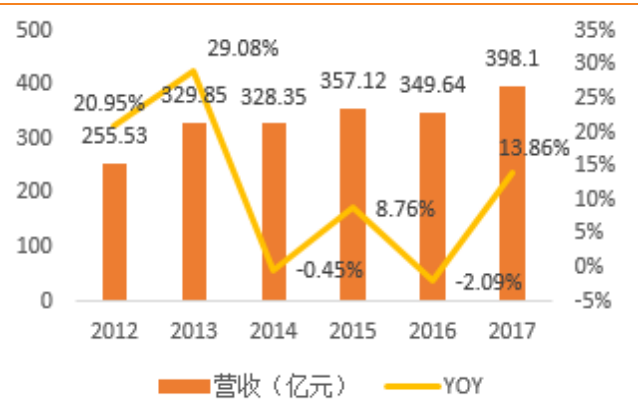
相关报告

1 《老凤祥-半年报点评:1H17 归母净利同比增长 11.42%符合预期，发力打造大中华区第一珠宝品牌!》 2017-08-29

2017 年年报数据摘要：全年营收 398.10 亿，同比增长 13.86%；归母净利 11.36 亿，同比增长 7.44%；扣非后归母净利 10.23 亿，同比增长 4.02%。EPS 为 2.17 元/股。分季来看，Q1-Q4 营收及增速分别为：129.63 亿、+14.16%yoy, 99.29 亿、+11.95%yoy, 100.75 亿、+20.83%yoy, 68.44 亿、+6.9%yoy；归母净利及增速分别为：3.12 亿、+29.46%yoy；2.72 亿、-3.55%yoy；3.14 亿、+12.14%yoy；2.39 亿、-5.91%yoy。根据老凤祥半年报数据披露，2017H1 净开店 70 家（自营银楼净关 4 家、连锁专卖店净开 54 家、经销网点净开 20 家）；通过将年报数据减去半年报数据可得，2017 年 H2 净开店 116 家（自营银楼净关 8 家、连锁专卖店净开 79 家、经销网点净开 41 家，香港净开 4 家）。全年净开店 186 家，其中自营银楼净关店 12 家，连锁专卖店净开店 133 家，经销网点净开店 61 家，香港新增 4 家门店。2018 年公司推动市场布局向内地纵深区域拓展，确保全年新增自营银楼 5-10 家，新增专卖店、经销网点 150 家。

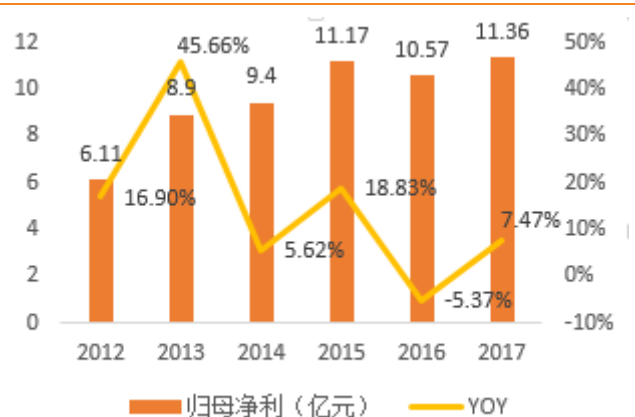
收入端分析：全年营收 398.10 亿元，同比增长 13.86%。分渠道看，全年共净增银楼和销售网点 186 家。至 2017 年末老凤祥的销售网点累计突破 3174 家（含海外银楼 13 家），其中加盟店和国内自营银楼及专柜数量分别达到 2996 家和 165 家。同时，全年又新成立了云南、福建 2 家总经销，在整个销售体系中，区域销售合资公司达到 3 家，区域总经销达到 24 家。快速市场布局，批发业务全年实现销售额 288.12 亿元、+18.41%yoy。**分产品看**，全年累计 2000 多款老新品投放市场，实现销售额 96.88 亿元，+22.47%yoy。全年黄金品类实现销售 59.47 亿，非金首饰实现销售 59.16 亿，+24.34%yoy。**分行业看**，公司 2017 年珠宝首饰实现营收 296 亿元，同比增长 14.8%；黄金交易实现营收 58.97 亿元，同比增长 13.59%；笔类实现营收 3.61 亿元，同比下降-6.12%；工艺品实现营收 2.11 亿元，同比增长 1.25%；商贸实现营收 4089.69 万元，同比下降-45.86%；化工原料实现营收 2255.33 万元，同比下降 20.34%；拍卖佣金实现营收 668.32 万，同比增长 6.76%；物业管理实现营收 226.77 万元，同比增长 3.15%。

图 1：2017 年公司营收变化趋势



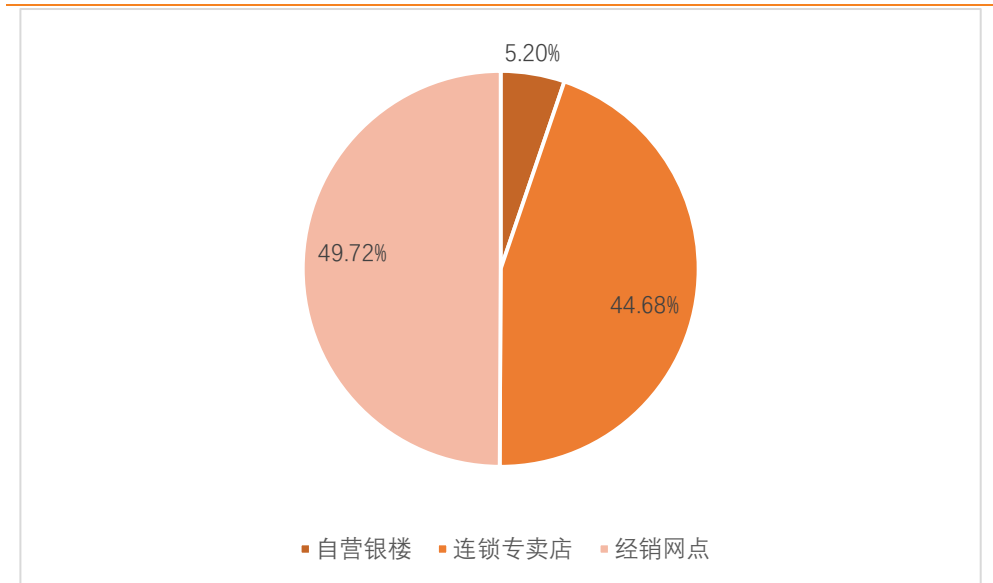
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2017 年公司归母净利变化趋势



资料来源：公司公告、天风证券研究所

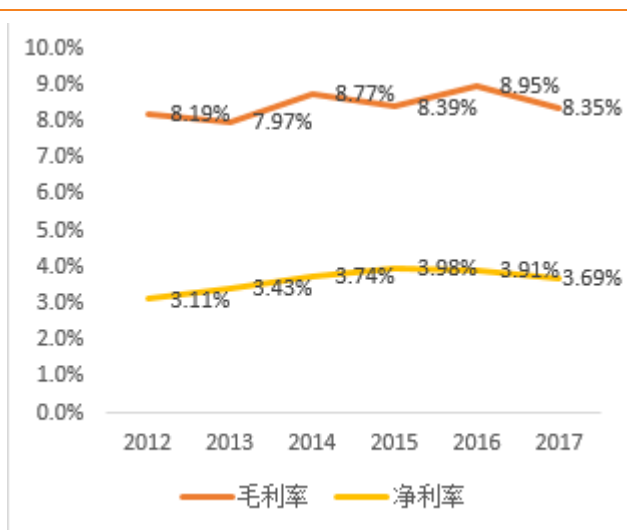
图 3: 经营网店占比



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

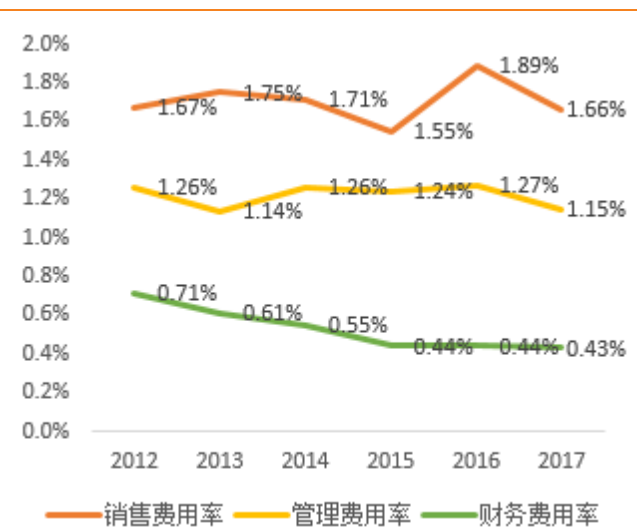
盈利端分析: 毛利率减少 0.60pct 至 8.35%; 净利率下降 0.22pct 至 3.69%。分季度看, 2017H1 毛利率为: 7.71% (-0.07pct)、全年毛利率 8.35% (-0.6pct)。分行业来看, 珠宝首饰毛利率 10.6% (-0.58pct); 黄金交易毛利率-0.85% (-1.09pct)。分地区来看, 境内销售毛利率 8.81% (-0.68pct); 境外销售毛利率 15.75% (+0.32pct)。报告期内费用率 3.23%, 同比下降 0.36pct, 其中销售费用率 1.66%, 同比下降 0.23pct; 管理费用率 1.15%, 同比下降 0.12pct; 财务费用率 0.43%, 同比下降 0.01pct。虽然各项费用同比去年都有增加, 但增速小于收入, 所以各项费用率均呈下降趋势。公司通过加速加盟网络建设, 增强区域总经销及分公司销售能力, 调动区域资源, 实现三四线城市零售终端市场纵深拓展, 与此同时抓紧海外市场布局, 目前在海外已开 13 家银楼, 香港市场占据 10 家, 已初具规模。产品端聚焦多元化需求, 加速上新, 同时推进黄金与非金品类的销售。2017 全年归母净利 11.36 亿, 同比增长 7.44%; 公司非经常性损益主要包括, 扣非后归母净利 10.23 亿, 同比增长 4.02%; 报告期内净利率下降 0.22pct 至 3.69%。

图 4: 2012-2017 公司毛利率&净利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 5: 2012-2017 公司期间费用率变化趋势



资料来源: Wind、天风证券研究所

国内外网点布局加强，产业链不断完善，产品结构升级，珠宝钟表逐步走向成熟，未来增长可期。

- ① **充分受益珠宝行业消费升级+金饰复苏。**2017 年金银珠宝零售总额同比下降 0.87%，珠宝行业虽未走出低谷，但逐渐呈现回暖趋势，进入新一轮复苏期。此外，中国黄金首饰需求在经历 2016 年的负增长后，需求逐渐恢复，2017 实现 6.18%的同比增长，以黄金为主打的老凤祥充分受益于金饰需求的复苏。
- ② **密集布店打造规模优势，加速海外市场拓展。**以香港为核心，积极布局海外。截止 2017 年末，老凤祥销售网点突破 3174 家，其中包括 13 家海外银楼(含香港 10 家)，加盟店 2996 家，国内自营银楼 165 家；新成立云南、福建 2 家总经销，截止 17 年末，区域销售合资公司 3 家，区域总经销 24 家。国内网点主要分布于三四线城市，渠道下沉将充分受益消费升级带来的增长机遇，进一步抢占市场份额，实现强者恒强。
- ③ **黄金珠宝首饰为核心，拓宽产业布局，完善产业链。**老凤祥通过（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司和上海老凤祥钟表有限公司进一步完善公司产品品类与品牌定位。镶嵌首饰生产基地的组建使公司产业链进一步完善，为自主研发生产建立坚实基础，对珠宝镶嵌饰品的发展起到强有力支撑。上海老凤祥钟表有限公司，不仅促进现有珠宝首饰业务的盈利能力，还可提升老凤祥整体形象。老凤祥从传统珠宝品牌，逐渐调整战略，向年轻化、国际化、专业化的珠宝钟表品牌转变。

维持盈利预测，维持买入评级。公司是上海市黄浦区国资委旗下黄金珠宝龙头企业，历史悠久成就品牌经典，力争打造大中华区黄金珠宝首饰第一品牌。2018 年品牌诞生 170 周年，预计公司将通过各项促销活动进一步扩大销售规模，提高盈利能力。①产品结构不断优化，扩大非金首饰市场份额，改善毛利率，并推出高端定制项目增强产品附加值；②网点布局提速，规模优势突出，渠道下沉充分享受三四线城市消费升级；③国企改革预期持续催化，或将实现股权优化。我们预计 18、19 年 EPS 分别为 2.45、2.82 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、13X，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,843.84	4,357.86	4,455.63	3,954.40	5,803.78
应收账款	518.30	727.97	497.65	959.87	661.15
预付账款	51.73	33.95	106.62	33.04	116.34
存货	7,405.65	7,210.22	7,552.82	9,782.21	9,475.24
其他	101.11	81.11	99.67	93.96	91.58
流动资产合计	12,920.63	12,411.11	12,712.39	14,823.48	16,148.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	393.50	373.76	378.23	402.17	424.79
在建工程	4.22	3.53	38.12	70.87	72.52
无形资产	103.75	100.48	96.41	92.34	88.27
其他	634.04	535.16	568.21	515.59	505.60
非流动资产合计	1,135.50	1,012.94	1,080.97	1,080.97	1,091.18
资产总计	14,056.13	13,424.05	13,793.36	15,904.44	17,239.27
短期借款	4,810.89	3,921.86	0.00	3,190.43	0.00
应付账款	704.17	865.49	2,663.92	583.04	2,804.23
其他	2,390.08	1,829.66	3,031.82	1,882.81	3,082.51
流动负债合计	7,905.14	6,617.01	5,695.73	5,656.28	5,886.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	680.98	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	127.08	93.39	125.79	115.42	111.53
非流动负债合计	127.08	93.39	125.79	796.41	111.53
负债合计	8,032.22	6,710.41	5,821.52	6,452.68	5,998.28
少数股东权益	962.48	1,106.23	1,472.59	1,900.88	2,378.09
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12
资本公积	511.18	511.18	600.35	574.80	562.11
留存收益	4,395.37	5,008.44	5,976.13	7,027.76	8,339.78
其他	(368.23)	(435.33)	(600.35)	(574.80)	(562.11)
股东权益合计	6,023.91	6,713.64	7,971.84	9,451.76	11,240.99
负债和股东权益总	14,056.13	13,424.05	13,793.36	15,904.44	17,239.27

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,365.40	1,470.31	1,281.96	1,475.19	1,645.27
折旧摊销	89.80	83.65	25.02	27.38	29.80
财务费用	164.37	196.06	43.44	44.25	37.88
投资损失	(37.94)	(0.56)	(25.82)	(21.44)	(15.94)
营运资金变动	(2,702.48)	(748.29)	2,910.32	(5,831.89)	3,935.09
其它	142.25	247.08	366.36	428.29	477.21
经营活动现金流	(978.59)	1,248.25	4,601.28	(3,878.22)	6,109.31
资本支出	59.11	56.82	27.61	90.37	53.89
长期投资	(0.32)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(55.36)	(18.01)	(167.79)	(118.29)	(73.03)
投资活动现金流	3.43	38.80	(140.19)	(27.92)	(19.15)
债权融资	4,810.89	3,933.71	3.95	3,876.68	7.02
股权融资	(189.03)	(236.77)	(30.10)	(69.79)	(50.55)
其他	(3,532.66)	(5,466.30)	(4,337.18)	(401.97)	(4,197.26)
筹资活动现金流	1,089.20	(1,769.36)	(4,363.33)	3,404.92	(4,240.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	114.04	(482.30)	97.76	(501.22)	1,849.38

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	34,963.78	39,810.35	44,231.61	49,430.04	54,949.26
营业成本	31,834.13	36,488.08	40,455.52	45,124.17	50,252.17
营业税金及附加	181.09	175.12	230.18	243.56	266.14
营业费用	659.20	660.59	862.52	954.00	961.61
管理费用	442.68	457.39	575.01	627.76	692.36
财务费用	152.79	169.69	43.44	44.25	37.88
资产减值损失	(2.56)	23.12	10.29	10.29	14.57
公允价值变动收益	(19.76)	(0.40)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.94	0.56	25.82	21.44	15.94
其他	(36.38)	(83.41)	(51.64)	(42.88)	(31.88)
营业利润	1,714.64	1,919.61	2,080.47	2,447.45	2,740.47
营业外收入	111.07	50.20	134.61	98.62	94.48
营业外支出	3.92	4.67	5.54	4.71	4.98
利润总额	1,821.78	1,965.14	2,209.54	2,541.36	2,829.97
所得税	456.38	494.83	561.22	637.88	707.49
净利润	1,365.40	1,470.31	1,648.32	1,903.48	2,122.48
少数股东损益	307.92	334.11	366.36	428.29	477.21
归属于母公司净利润	1,057.49	1,136.20	1,281.96	1,475.19	1,645.27
每股收益(元)	2.02	2.17	2.45	2.82	3.15

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-2.10%	13.86%	11.11%	11.75%	11.17%
营业利润	2.88%	11.95%	8.38%	17.64%	11.97%
归属于母公司净利润	-5.36%	7.44%	12.83%	15.07%	11.53%
获利能力					
毛利率	8.95%	8.35%	8.54%	8.71%	8.55%
净利率	3.02%	2.85%	2.90%	2.98%	2.99%
ROE	20.89%	20.26%	19.72%	19.54%	18.56%
ROIC	51.68%	29.72%	27.92%	65.36%	23.77%
偿债能力					
资产负债率	57.14%	49.99%	42.21%	40.57%	34.79%
净负债率	-23.70%	-24.17%	-19.83%	14.41%	-12.26%
流动比率	1.63	1.88	2.23	2.62	2.74
速动比率	0.70	0.79	0.91	0.89	1.13
营运能力					
应收账款周转率	67.92	63.89	72.18	67.83	67.80
存货周转率	5.68	5.45	5.99	5.70	5.71
总资产周转率	2.73	2.90	3.25	3.33	3.32
每股指标(元)					
每股收益	2.02	2.17	2.45	2.82	3.15
每股经营现金流	-1.87	2.39	8.80	-7.41	11.68
每股净资产	9.68	10.72	12.42	14.43	16.94
估值比率					
市盈率	18.17	16.92	14.99	13.03	11.68
市净率	3.80	3.43	2.96	2.55	2.17
EV/EBITDA	10.27	10.52	7.25	8.11	5.41
EV/EBIT	10.53	10.77	7.33	8.20	5.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com