

百年老店受益金价上涨，海内外开店巩固品牌影响力

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

谢海音(分析师)

xiehaiyin@xsdzq.cn

证书编号: S0280518060001

● 背靠国资，跨越三个世纪，为我国首饰行业龙头企业

公司历史悠久，存续时间长。公司创始于1848年，距今已有170余年的历史。几经变迁，公司现已发展成为中国首饰业领先的珠宝首饰龙头企业。公司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。其中，珠宝首饰收入贡献占比最大。

● 黄金珠宝行业整体回暖，黄金饰品需求巨大

未来黄金珠宝行业的增量：1) 我国人均珠宝消费占人均可支配收入的比例为1.31%，约为美国(0.68%)的两倍。未来，如我国居民收入持续增长，珠宝首饰行业的长期发展有望进一步提升。2) 我国婚嫁首饰意识增强，结婚登记数量有望迎来高峰，婚嫁人口红利有望驱动珠宝消费。3) 随着城镇化进程推进，三四线城市珠宝消费将成为主战场。受三四线城市珠宝渗透率持续提升，且人口基数庞大等因素驱动，珠宝行业仍具发展潜力。

黄金一直是我国珠宝市场的主要消费产品。2018年，我国黄金首饰消费量创历史新高，已连续多年居黄金首饰消费量世界第一。

● 展店提升市占率，业务拓展至全球巩固品牌影响力

渠道覆盖优势明显，网点数量全行业领先。2018年，公司门店网点共计3521家，较2017年净增347家，门店的快速扩张能力较强。公司总门店数始终多于竞争对手，保持国内市场领头羊地位，渠道优势显著。营销网络布局的日益拓展，为公司的业绩的持续增长提供了最根本的保障。此外，公司加速海外市场发展，巩固品牌在海内外影响力。黄金饰品行业高度同质化，品牌影响力提升竞争力。2018年，公司新开海外门店6家(美国1家、香港5家)。截至年末海外门店达到19家，实现年营业收入3.96亿元，同比增长30.43%。

● 百年品牌影响力，助力渠道下沉海外扩展，首次覆盖，给予“推荐”评级
2019年渠道进一步下沉，完成低线城市的密集布局；此外，老凤祥香港于2018年4月已获得以澳新银行为牵头行的2亿美元的银团贷款，有助于加速公司大陆外地区门店扩张。叠加公司自身设计方面与供应链的优势，百年品牌影响力稳健，有助于公司海内外渠道扩张。国企改革预期再起，公司高管持股有助于公司内部效率优化。暂不考虑国企改革预期，预计公司2019-2021年归母净利润分别为13.21亿元、14.34亿元和15.83亿元，EPS分别为2.52元、2.74元和3.03元，对应的PE分别为18X、17X和15X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：行业竞争大门店扩展不及预期、金价波动超预期、国改不确定
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	39,810	43,784	47,959	52,819	58,428
增长率(%)	13.9	10.0	9.5	10.1	10.6
净利润(百万元)	1,136	1,205	1,321	1,434	1,583
增长率(%)	7.4	6.0	9.7	8.6	10.4
毛利率(%)	8.3	8.2	8.2	8.3	8.3
净利率(%)	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7
ROE(%)	21.9	21.2	20.1	18.9	18.2
EPS(摊薄/元)	2.17	2.30	2.52	2.74	3.03
P/E(倍)	20.9	19.7	18.0	16.6	15.0
P/B(倍)	4.2	3.8	3.4	3.0	2.7

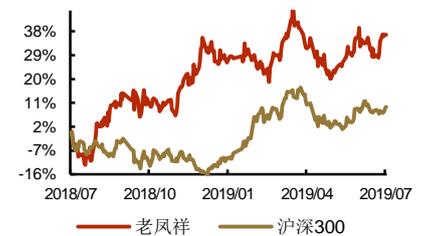
推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.07.26

收盘价(元):	45.36
一年最低/最高(元):	28.38/49.15
总股本(亿股):	3.17
总市值(亿元):	143.84
流通股本(亿股):	3.17
流通市值(亿元):	143.84
近3月换手率:	34.57%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.6	4.47	22.02
绝对	-1.9	3.68	31.14

相关报告

目 录

1、 背靠国资，跨越三个世纪，为我国首饰行业龙头企业.....	3
1.1、 跨越三个世纪，发展成为我国首饰行业龙头企业.....	3
1.2、 业务多元，主营黄金珠宝.....	5
1.3、 “双百行动”首批试点，国改进程持续推进.....	6
1.3.1、 国资背景，国改预期强烈.....	6
1.3.2、 央地混改，骨干持股，释放新活力.....	6
2、 行业分析-黄金珠宝行业整体回暖，黄金饰品需求巨大.....	8
2.1、 珠宝行业整体回暖，未来市场可期.....	8
2.2、 我国人均珠宝消费占人均可支配收入的比例较大，随着经济复苏，珠宝市场可期.....	9
2.3、 婚嫁首饰消费意识提升，结婚人口红利加码珠宝消费需求.....	10
2.4、 城镇化进程持续推进，三四线城市黄金珠宝消费潜力巨大.....	11
2.5、 黄金饰品消费居世界第一，在我国首饰消费占比大.....	12
3、 展店提升市占率，业务拓展至全球性.....	13
4、 盈利预测与估值.....	13
5、 风险提示.....	14
附： 财务预测摘要.....	15

图表目录

图 1： 公司主营业务构成.....	5
图 2： 限额以上金银珠宝类商品零售额及同比增长率（%）.....	9
图 3： 中国、美国人均珠宝消费及其在人均可支配收入中的占比（%）.....	9
图 4： 中国婚嫁首饰刚性消费理念持续渗透.....	10
图 5： 我国结婚登记数量.....	11
图 6： 2011-2018 年我国常住人口城镇化率逐年增长。.....	11
图 7： 各线城市珠宝消费总额和消费总量对比.....	12
图 8： 2017 年我国黄金饰品消费占比达 60%.....	12
图 9： 2010-2018 我国黄金首饰消费量及其增速.....	13
图 10： 2018 年各国黄金首饰消费量对比.....	13
表 1： 2018 年度公司及其子公司所获荣誉一览表.....	3
表 2： 公司收入结构.....	5
表 3： 公司股权结构.....	6
表 4： 担任公司董事、监事、高级管理人员的 7 名经营技术骨干认购工艺美术基金情况表.....	7
表 5： 其他 31 名公司或“老凤祥有限”的经营技术骨干认购“工艺美术基金”情况表.....	8
表 6： 公司营销网点及预测.....	13

1、 背靠国资，跨越三个世纪，为我国首饰行业龙头企业

1.1、 跨越三个世纪，发展成为我国首饰行业龙头企业

几经变迁，公司现已发展成为中国首饰业领先的珠宝首饰龙头企业。老凤祥创始于 1848 年，其时名为“凤祥银楼”，跨越三个世纪，距今已有 170 余年的历史。1998 年，中国第一铅笔股份有限公司通过定向股权收购的方式，斥资 6840 万元获得老凤祥 50.44% 的股权。2009 年，中国铅笔更名为“老凤祥”，老凤祥成功“借壳上市”。老凤祥曾先后获得中国驰名商标、中国名牌产品、中华老字号、全国用户满意企业、全国用户满意产品、中国商业名牌、中国商业服务名牌、全国商业质量管理奖、轻工业卓越绩效先进企业特别奖、“全国售后服务十佳单位”等众多国家级荣誉；还曾作为中国内地唯一的珠宝首饰品牌，荣登“全球珠宝 100 强”。

表1: 2018 年度公司及其子公司所获荣誉一览表

公司/品牌/产品	奖项	期限/获奖日期	颁奖者
本公司	BrandZ 2018 最具价值中国品牌 100 强 (75 位)	2018.4	WPP、凯度华通明略
	2018 中国品牌价值百强榜 (52 位)	2018.5	中国品牌建设促进会
	2018 全球奢侈品百强榜 (13 位)	2018.6	德勤 Deloitte
	2018 《财富》中国 500 强 (189 位)	2018.7	《财富》中文版杂志
	2018 上海企业 100 强 (32 名)	2018.8	上海市企业联合会
	2018 上海制造业企业 100 强(12 名)	2018.8	
	2018 中国企业 500 强 (395 位)	2018.9	中国企业联合会、 中国企业家协会
	21 世纪中国最佳商业模式创新奖	2018.11	南方财经、 21 世纪经济报道
	最受欢迎品牌、 最受关注上市公司、 最成功广告语、 最受喜爱形象代言人、 最心仪产品奖、 特别贡献奖	2018.12	中国黄金报社、 上海黄金饰品行业协会
	珠宝科技成果示范单位	2018.1.21	国家珠宝玉石质量监督检 验中心
2017 年综合类优秀会员	2018.3.28	上海黄金交易所	
2016 年度中国黄金珠宝销售收入十大企业	2018.7		
老凤祥有限	2017 年度上海市质量金奖	2018.5	上海市人民政府
	“上海品牌” 认证证书	2018.6.7	上海品牌国际认证联盟
	改革开放 40 周年社会贡献奖 (科技创新奖)	2018.12.12	中国珠宝玉石首饰行业协 会

中铅有限	授予“上海市和谐劳动关系达标企业”称号	2018.3	上海市人力资源和社会保障局、 上海市总工会、 上海市企业联合会、 上海市企业家协会、 上海市工商业联合会
	中国轻工业制笔行业十强企业年度评价中总排名: 2	2018.6 有效期 1 年	中国轻工业联合会-中国制笔协会
中华牌	中华牌石墨铅笔和油性彩色铅笔获得“上海品牌”认证证书	2018.6.7 有效期 3 年	上海品牌国际认证联盟
中铅有限	全国百佳质量诚信标杆示范企业	2018.3.15	国家质量监督检验检疫总局
中铅有限	全国产品和服务质量诚信示范企业	2018.3.15	
(主要产品: 中华牌、长城牌、三星牌木制铅笔)	全国质量信用先进企业	2018.3.15	中国质量检验协会
	全国质量信得过产品	2018.9.11	
	全国质量诚信标杆典型企业	2018.9.29	
上海老凤祥珐琅艺术有限公司	金奖	2018.3.25	中国工艺美术协会
上海工艺美术有限公司工艺美术厂	优秀奖	2018.3.25	
上海老凤祥珐琅艺术有限公司	金奖	2018.9	中国旅游协会
上海老凤祥有限公司(银器厂)	金奖	2018.1	
上海老凤祥有限公司(银器厂)	金奖	2018.1	
上海老凤祥有限公司(首饰厂)	优秀奖	2018.1	中国工艺美术协会
上海老凤祥有限公司(首饰厂)	金奖	2018.1	
上海老凤祥型材礼品配套有限公司	优秀奖	2018.1	

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

1.2、业务多元，主营黄金珠宝

公司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。其中，珠宝首饰收入贡献占比较大。公司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。其中，公司核心板块为老凤祥，自公司上市以来，其营收贡献率一直超过70%。目前，老凤祥已集科工贸于一体，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，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。2018年，公司珠宝首饰营业收入338.03亿元，占营业总收入的比例为77.8%。

图1：公司主营业务构成



资料来源：Wind、新时代证券研究所

表2：公司收入结构

	收入 (百万元)			收入占比 (%)	毛利率 (%)		
	2016	2017	2018	2018	2016	2017	2018
珠宝首饰	25,780.00	29,600.31	33,803.15	77.20	11.18	10.60	10.16
黄金交易	5,191.18	5,896.75	5,749.64	13.13	0.24	-	-
商贸	75.54	40.9	151.93	0.35	8.24	8.37	3.09
工艺品销售	207.97	210.57	121.45	0.28	2.92	2.00	10.47
其他业务	3,288.22	3,669.73	3,619.78	8.27	2.84	2.67	2.77
笔类及其他	420.87	392.1	338.52	0.77	30.71	32.60	34.12
合计	34,963.78	39,810.36	43,784.47	100.00	8.95	8.35	8.24

资料来源：wind、新时代证券研究所

调整产品结构，深化自主创新。公司全年累计有2000多款新品投放市场，产品更新率达到27%以上。先后推出“灵羽”系列、“凤祥喜事”黄金首饰系列、迪士尼2018年新季系列等产品、以及面向大众的多元市场的老凤祥“古法金”产品。

同时，公司持续调整优化产品结构，有效提高了企业在金价波动中的抗风险能力和盈利能力。2018年，公司镶嵌首饰、彩宝、珍珠等非黄金类首饰继续保持良好的发展势头，全年累计实现销售全年累计实现销售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%；钟表、珐琅等新门类产品不断加大产品研发力度，保持了较快的发展速度。

1.3、“双百行动”首批试点，国改进程持续推进

1.3.1、国资背景，国改预期强烈

公司控股股东为黄浦区国资委。截至 2019 年 3 月 31 日，上海市黄浦区国有资产监督管理委员会持有公司股份 2.2 亿股，占总股本 42.09%。黄浦区国有资产监督管理委员会是黄浦区人民政府主管全区国有资产监督管理工作的职能部门，是由黄浦区人民政府指导的国家机关。目前，国企改革势在必行，作为黄浦区国资委旗下为数不多的优质资产之一，老凤祥将受益于上海国企改革的加速推进，未来在引入战略投资者、核心管理层（目前持有部分老凤祥有限的股权）股权激励等方面有望迈出步伐。

表3：公司股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	220,171,793	42.09
2	Golden China Master Fund	15,593,813	2.98
3	GREENWOODS CHINA ALPHA MASTER FUND	10,121,529	1.93
4	GUOTAI JUNAN SECURITIES(HONGKONG) LIMITED	6,843,135	1.31
5	SHENWAN HONGYUAN NOMINEES (H.K.) LIMITED	5,934,283	1.13
6	招商证券香港有限公司	5,467,185	1.05
7	全国社保基金一一五组合	4,880,000	0.93
8	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
9	东证资管-招行-东方红内需增长集合资产管理计划	3,751,449	0.72
10	NORGES BANK	3,669,541	0.70
	合计	280,913,629	53.70

资料来源：Wind、新时代证券研究所

2018 年 8 月，国务院国企改革领导小组办公室印发《国企改革“双百行动”工作方案》。224 家中央企业子公司和 180 家地方国有企业被确定实施国企改革“双百行动”。此次“双百行动”重点支持商业类“双百企业”改制上市，要求综合运用好国有控股上市公司股权激励、国有科技型企业股权和分红激励、国有控股混合所有制企业员工持股等不同的激励路径及相关激励工具。其中，公司为首批“双百行动”的地方国企试点之一。

1.3.2、央地混改，骨干持股，释放新活力

2018 年 11 月 30 日，公司发布一系列公告称，为解决子公司老凤祥有限目前股东架构方面存在的历史遗留问题，为建立更加科学、合理、规范的股权和资产架构奠定基础，公司放弃该部分职工持股会及三名自然人持股代表持有的“老凤祥有限”21.99%非国有股股权转让优先购买权。并同意将“老凤祥有限”21.99%非国有股股权全部转让给工艺美术基金。老凤祥有限股改得到快速推进，进一步凸显国

院国资委对于国企改革“双百行动”的重视和上海市黄浦区的大力支持。

经营技术骨干通过认购基金的方式，实现激励作用。工艺美术基金是由石力华等 38 名公司经营技术骨干与“国新张创”一起发起设立。其中，公司 38 名经营技术骨干出资 4.74 亿元，占工艺美术基金的比例为 15.80%，间接持有“老凤祥有限”3.47% 股权。此次股权转让后，核心骨干利益与企业经营效益挂钩，为企业提升经营效益奠定基础。

表4: 担任公司董事、监事、高级管理人员的 7 名经营技术骨干认购工艺美术基金情况表

序号	姓名	在公司任职	在老凤祥有限兼职	认购每份工艺美术基金价格 (元/份)	认缴出资额 (人民币/万元)	占工艺美术基金的出资比例 (%)
1	石力华	董事长	董事长	1	6500	2.17%
2	李刚昶	董事、 人力资源总监	董事、 副总经理	1	3200	1.07%
3	史亮	副监事长	监事长	1	700	0.23%
4	曹东明	职工监事	监事	1	300	0.10%
5	王永忠	副总经理	无	1	700	0.23%
6	辛志宏	市场总监	董事、 常务副总经理	1	4900	1.63%
7	张心一	总工艺师	副总经理、 总工艺师	1	3200	1.07%
合计					19500	6.50%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

表5: 其他 31 名公司或“老凤祥有限”的经营技术骨干认购“工艺美术基金”情况表

序号	姓名	认购每份“私募股权投资基金”价格 (元/份)	认缴出资额 (人民币/万元)	占工艺美术基金的出资比例 (%)
1	张盛康	1	3200	1.07%
2	童瑞荣	1	3200	1.07%
3	孙斌辉	1	1100	0.37%
4	王恩生	1	700	0.23%
5	卢晶	1	300	0.10%
6	李福康	1	1100	0.37%
7	顾利国	1	600	0.20%
8	张振明	1	600	0.20%
9	周永根	1	600	0.20%
10	钱江	1	300	0.10%
11	张文勇	1	300	0.10%
12	刘亚东	1	300	0.10%
13	何民浩	1	300	0.10%
14	姜进民	1	300	0.10%
15	陈玲敏	1	3200	1.07%
16	陆小春	1	3200	1.07%
17	高奇峰	1	400	0.13%
18	张鲁飞	1	1200	0.40%
19	陆海云	1	400	0.13%
20	赵健	1	400	0.13%
21	杨建明	1	1800	0.60%
22	严忠	1	300	0.10%
23	朱曜	1	300	0.10%
24	傅小威	1	300	0.10%
25	张京羊	1	1000	0.33%
26	黄雯	1	300	0.10%
27	翟建国	1	400	0.13%
28	宋菁	1	500	0.17%
29	沈国兴	1	300	0.10%
30	刘红宝	1	500	0.17%
31	陆莲莲	1	500	0.17%
	合计		27900	9.30%

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

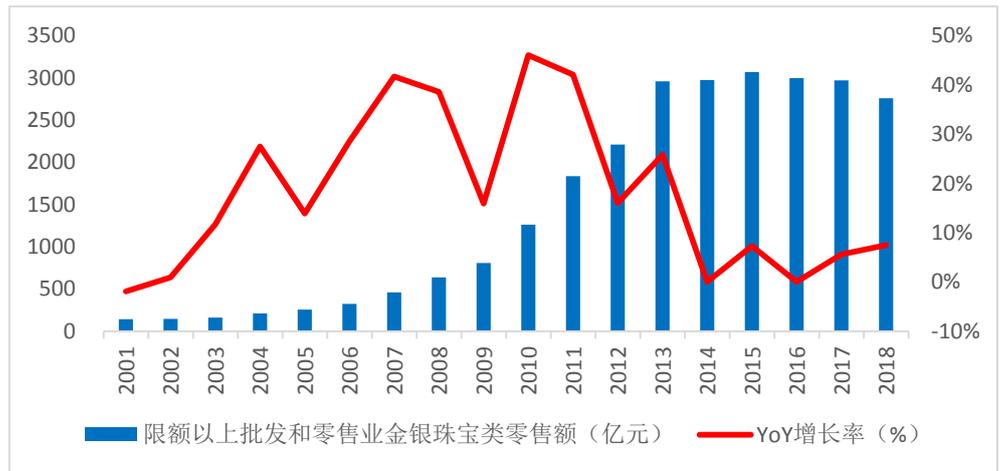
2、行业分析-黄金珠宝行业整体回暖，黄金饰品需求巨大

2.1、珠宝行业整体回暖，未来市场可期

珠宝销售规模在高速发展后趋于稳定。2001-2013年，我国限额以上金银珠宝类商品零售额以 28.63% 的年复合增长率高速增长。自 2013 年之后，限额以上珠宝类零售额开始增速放缓；2014 年出现负增长后，维持较稳定的市场规模。2018 年，我国限额以上金银珠宝类商品零售额为 2758.3 亿元，剔除掉口径不一致的影响后，

较 2017 年增长 7.45%，增速在近 5 年最高。

图2： 限额以上金银珠宝类商品零售额及同比增长率（%）



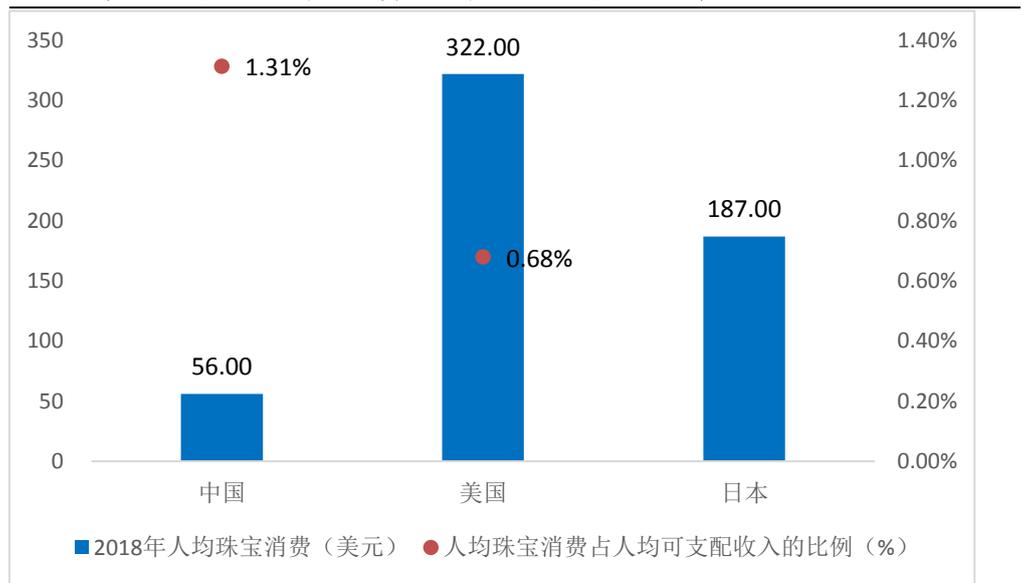
资料来源：Wind、新时代证券研究所

2.2、我国人均珠宝消费占人均可支配收入的比例较大，随着经济复苏，

珠宝市场可期

我国消费者购买珠宝品牌意识较强。2018年，我国人均珠宝消费量仅为56美元，美国和日本的人均珠宝消费分别为322美元和187美元。虽然我国的人均珠宝消费额低于同期美国的1/5和日本的1/3，但是我国人均珠宝消费占人均可支配收入的比例为1.31%，约为美国（0.68%）的两倍。可见，我国人民对珠宝消费的需求量较大，珠宝行业的景气度较高。未来，如我国居民收入持续增长，珠宝首饰行业的长期发展有望进一步提升。

图3： 中国、美国人均珠宝消费及其在人均可支配收入中的占比（%）

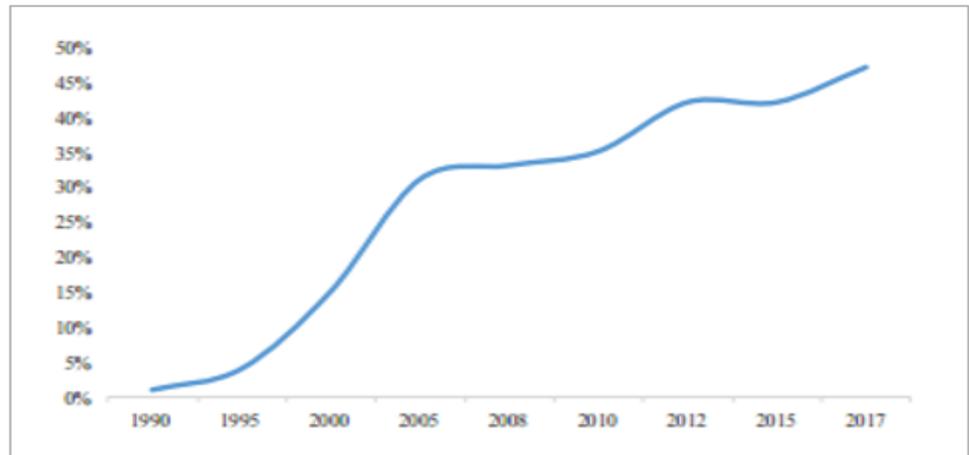


资料来源：中国珠宝招商网、Wind、新时代证券研究所

2.3、婚嫁首饰消费意识提升，结婚人口红利加码珠宝消费需求

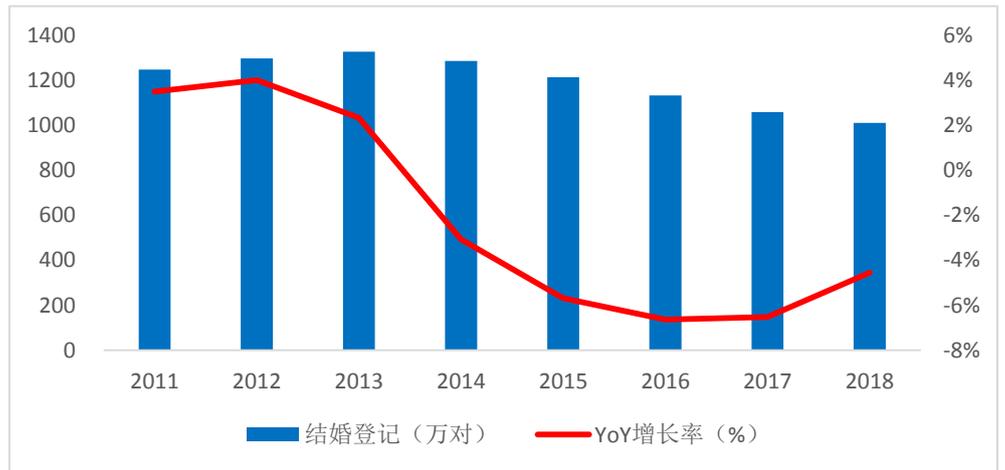
婚嫁首饰消费意识逐渐提升。婚庆需求在我国珠宝消费中占据了46%的份额，是珠宝公司最为重要的收入来源。目前处于适婚年龄的80后期、90前期年轻人的婚嫁理念已深受钻石刚性消费意识熏陶。中国一到三线城市婚礼的钻石渗透率已逼近50%关口。其次钻石及K金更迎合80、90后女性消费者对于个性化、高端化的需求，这也顺应了消费升级的趋势。中国女性钻石消费者中未婚比例高达64%，随着这部分高端珠宝主要消费者的经济地位及消费能力提升，将购买珠宝作为自我奖励的意识将持续利好钻石及K金类饰品市场。

图4：中国婚嫁首饰刚性消费理念持续渗透



资料来源：中国产业信息网、新时代证券研究所

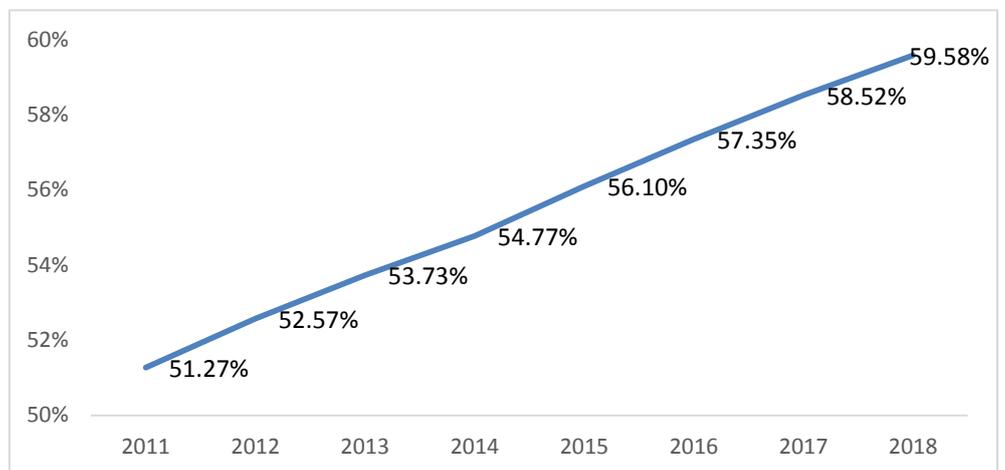
结婚登记规模较大，是推动珠宝首饰行业可持续发展的基石。2018年，我国结婚登记的新人对数为1010.8万对，同比下降4.56%。2011年-2018年，我国每年结婚登记的新人对数均保持在1000万对以上。未来，虽然我国结婚登记数量持续负增长，预计我国结婚登记的新人还将继续保持每年1000万对左右，为珠宝行业带来较大的人口红利。但是，随着我国钻石饰品在婚嫁性消费理念的渗透率持续提升，叠加消费升级等因素，预计未来而珠宝首饰类商品作为我国传统结婚习俗中的必备品，将受益于婚庆需求。

图5： 我国结婚登记数量

资料来源：Wind、新时代证券研究所

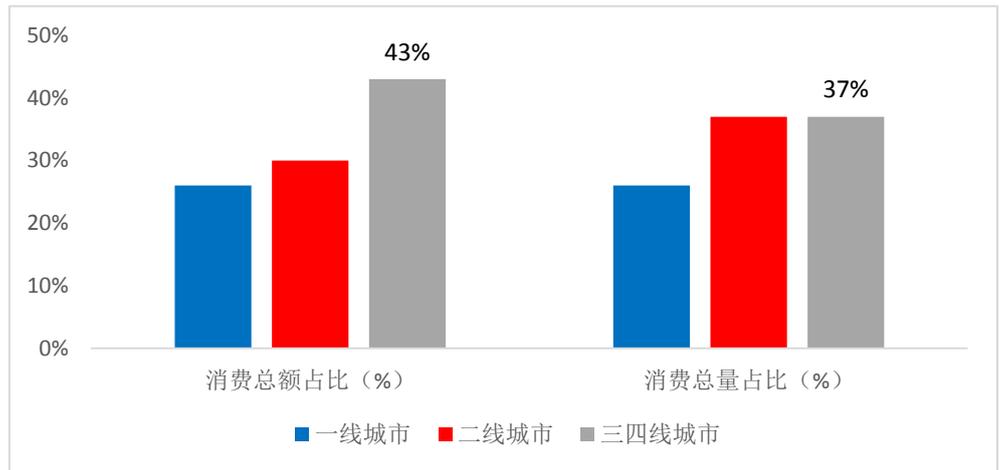
2.4、城镇化进程持续推进，三四线城市黄金珠宝消费潜力巨大

我国城镇化进程持续加快。我国城镇化率连年提升。根据国家统计局数据显示，2018年，我国常住人口城镇化率为59.58%，较2017年提升1.06个百分点。这意味着，越来越多的农村人口转化为城镇人口，农村居民较多地选择进入周边三四线城市作为自己发展生活的区域。随着我国城镇化进程持续推进，三四线城市将迎来人口红利，推动整体消费。

图6： 2011-2018年我国常住人口城镇化率逐年增长。

资料来源：国家统计局、新时代证券研究所

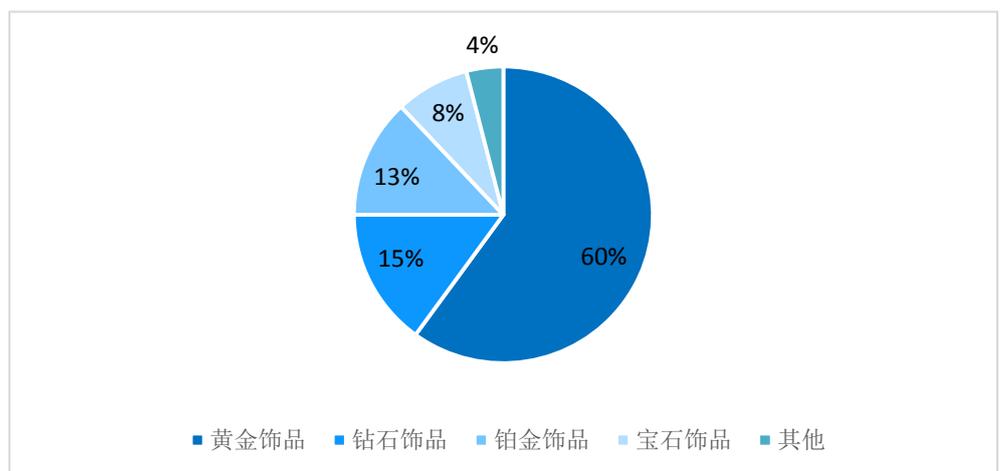
受益于消费升级，我国三四线城市珠宝消费空间巨大。近年来，随着三四线人口红利的释放，经济持续发展，消费升级推动消费能力提高，对珠宝市场的购买占比增加。2017年，我国三四线城市珠宝消费总额和总量占比分别为43%和37%，领先于一、二线城市。

图7： 各线城市珠宝消费总额和消费总量对比

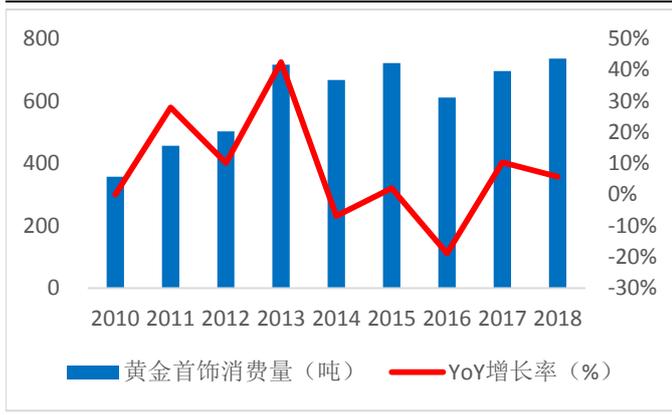
资料来源：前瞻产业研究院、新时代证券研究所

2.5、黄金饰品消费居世界第一，在我国首饰消费占比大

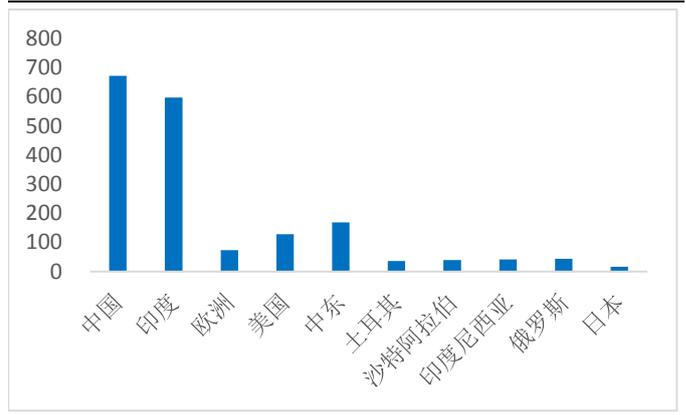
黄金一直是我国珠宝市场的主要消费产品。根据中国黄金协会最新统计数据显
 示：2018年，全国黄金实现消费量1151.43吨，较2017年同比增长5.73%，连续6
 年保持全球第一位。其中，黄金首饰消费量736.29吨（占黄金消费总量的比例
 为63.95%），同比增长5.71%；金条285.2吨（占黄金消费总量的比例为
 29.77%），同比增长3.19%；金币24吨（占黄金消费总量的比例为2.08%），
 同比下降7.69%；工业级其他105.94吨（占黄金消费总量的比例为9.20%），
 同比增长17.48%。2018年，我国黄金首饰消费量创历史新高，已连续多年居
 黄金首饰消费量世界第一。2018年，我国黄金首饰消费量高出排名第二的印
 度74.5吨，并超过剔除印度其他各国黄金首饰消费量的总和。根据产业信息
 网数据显示，2017年，黄金饰品消费在我国珠宝首饰消费中占比达60%，占
 有超过一半珠宝市场。

图8： 2017年我国黄金饰品消费占比达60%

资料来源：Wind、新时代证券研究所

图9： 2010-2018 我国黄金首饰消费量及其增速

资料来源：Wind、新时代证券研究所

图10： 2018 年各国黄金首饰消费量对比

资料来源：Wind、新时代证券研究所

3、展店提升市占率，业务拓展至全球性

门店持续扩张，进一步扩充渠道规模。公司致力于“立足上海、辐射全国、走向世界”的营销网络建设方向，立足于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。截至2018年年底，共计拥有营销网点达到3521家（含海外银楼19家），全年净增347家。其中自营银楼（网点）182家（含海外18家），净增5家，连锁加盟店3339家，净增342家，年内新增加盟店数为近5年来最多。老凤祥营销网络布局的日益拓展，为公司的业绩的持续增长提供了最根本的保障。

表6： 公司营销网点及预测

网点类型	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
自营银楼	177	165	164	163	162	160
连锁（加盟）专卖店	1285	1418	3338	3458	3578	3698
经销网点（专柜）	1517	1578				
香港地区门店	6	10	15	20	25	35
海外地区门店	3	3	4	6	7	9
合计	2988	3174	3521	3647	3772	3902
新开门店	24	186	347	126	125	130

资料来源：公司公告、新时代证券研究所预测

4、盈利预测与估值

2019年渠道进一步下沉，完成低线城市的密集布局；此外，老凤祥香港于2018年4月已获得以澳新银行为牵头行的2亿美元的银团贷款，有助于加速公司大陆外地区门店扩张。叠加公司自身设计方面与供应链的优势，百年品牌影响力稳健，有助于公司海内外渠道扩张。国企改革预期再起，公司高管持股有助于公司内部效率优化。暂不考虑国改预期，预计公司2019-2021年归母净利润分别为13.21亿元、14.34亿元和15.83亿元，EPS分别为2.52元、2.74元和3.03元，对应的PE分别为18X、17X和15X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5、风险提示

行业竞争大门店扩展不及预期、金价波动超预期、国改不确定。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12411	14617	18873	21794	23129	营业收入	39810	43784	47959	52819	58428
现金	4358	4750	9924	10929	12090	营业成本	36488	40175	44003	48415	53580
应收账款	683	788	0	0	0	营业税金及附加	175	191	210	231	256
其他应收款	45	36	53	45	63	营业费用	661	710	787	861	955
预付账款	34	31	40	39	49	管理费用	457	470	533	577	644
存货	7210	8901	8745	10670	10817	财务费用	0	20	11	18	17
其他流动资产	81	111	111	111	111	资产减值损失	170	210	293	343	340
非流动资产	1013	869	873	862	873	公允价值变动收益	23	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-0	-115	60	0	0
固定资产	374	346	367	390	414	营业利润	82	120	101	111	106
无形资产	100	98	86	73	64	营业外收入	1	94	-30	-30	-30
其他非流动资产	539	425	419	399	395	营业外支出	1920	2109	2255	2454	2713
资产总计	13424	15486	19746	22656	24003	利润总额	50	45	48	46	47
流动负债	6617	6990	10317	12142	12205	所得税	5	4	4	4	4
短期借款	3922	4678	8190	10127	9929	净利润	1965	2150	2298	2497	2756
应付账款	643	629	0	0	0	少数股东损益	495	586	586	637	703
其他流动负债	2053	1683	2128	2014	2276	归属母公司净利润	1470	1564	1712	1860	2053
非流动负债	93	1112	907	696	495	EBITDA	334	359	391	426	470
长期借款	0	1029	825	614	412	EPS(元)	1136	1205	1321	1434	1583
其他非流动负债	93	82	82	82	82		2156	2444	2565	2835	3084
负债合计	6710	8102	11224	12838	12699	主要财务比率	2.17	2.30	2.52	2.74	3.03
少数股东权益	1106	1193	1584	2011	2480	成长能力					
股本	523	523	523	523	523	营业收入(%)	13.86%	9.98%	12.87%	17.54%	15.46%
资本公积	511	512	512	512	512	营业利润(%)	7.11%	9.35%	1.18%	18.02%	15.97%
留存收益	4497	5153	6051	7032	8120	归属于母公司净利润(%)	-0.41%	4.85%	7.38%	18.73%	14.53%
归属母公司股东权益	5607	6191	6937	7808	8823	获利能力					
负债和股东权益	13424	15486	19746	22656	24003	毛利率(%)	8.35%	8.24%	8.30%	8.40%	8.50%
						净利率(%)	2.65%	2.52%	2.40%	2.42%	2.40%
						ROE(%)	21.78%	20.76%	20.38%	21.66%	22.09%
						ROIC(%)	19.19%	21.73%	22.32%	27.42%	20.35%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	49.99%	52.31%	54.46%	55.92%	55.72%
						净负债比率(%)					
						流动比率	187.56%	209.12%	200.41%	195.31%	195.31%
						速动比率	78.60%	81.78%	91.11%	98.98%	107.36%
						营运能力					
						总资产周转率	2.90	3.03	2.96	3.02	3.03
						应收账款周转率	69.51	77.75	110.61	128.10	145.72
						应付账款周转率	63.60	63.21	65.54	64.13	61.64
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.09	2.80	3.02	3.56	4.12
						每股经营现金流(最新摊薄)		-0.71	0.21	0.47	1.03
						每股净资产(最新摊薄)	10.72	14.12	15.54	17.33	20.02
						估值比率					
						P/E	21.48	16.09	14.88	12.63	10.90
						P/B	4.20	3.19	2.89	2.60	2.25
						EV/EBITDA	12.23	11.09	13.14	11.59	10.15

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,248.25	-370.63	111.19	244.62	538.16
净利润	1,387.22	1,463.40	1,580.78	1,862.16	2,157.57
折旧摊销	83.65	85.03	86.73	88.47	90.24
财务费用	169.69	209.88	197.68	232.37	268.30
投资损失	-0.56	-93.63	-41.74	-43.82	-46.02
营运资金变动	778.61	1,833.13	794.60	1,011.65	1,415.02
其他经营现金流	-1,170.36	-3,868.44	-2,506.88	-2,906.20	-3,346.95
投资活动现金流	38.80	-9.75	4.88	5.36	5.90
资本支出	39.99	52.41	62.90	74.22	85.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	78.79	42.66	67.77	79.58	91.25
筹资活动现金流	-1,769.36	766.61	536.63	563.46	788.85
短期借款	3,921.86	4,678.22	5,613.86	6,736.63	8,083.96
长期借款	0.00	1,029.48	1,235.38	1,482.45	1,778.94
普通股增加					
资本公积增加					
其他筹资现金流	-5,691.22	-4,941.08	-6,312.60	-7,655.62	-9,074.05
现金净增加额	-482.30	386.23	652.70	813.44	1,332.90

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

谢海音，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5% - 20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>