

重视金价上行背景下的老牌珠宝龙头 买入 (首次)

2019年08月06日

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	43,784	48,552	53,277	58,295
同比 (%)	9.98%	10.89%	9.73%	9.42%
归母净利润 (百万元)	1,205	1,365	1,544	1,736
同比 (%)	6.02%	13.35%	13.06%	12.45%
每股收益 (元/股)	2.30	2.61	2.95	3.31
P/E (倍)	19.7	17.3	15.3	13.6

投资要点

■ **沪上代表性国有上市公司，老字号珠宝龙头。**“老凤祥”品牌起源于1848年慈溪费氏创立于上海的凤祥裕记银楼，截至2018年，历史超过170年的老凤祥收入规模达到437.8亿元，净利润规模15.6亿元，业务涵盖珠宝、笔业、工艺品、商贸等等；而作为其业务核心的控股子公司老凤祥有限2018年实现收入433.1亿元，利润总额19.8亿元，上市公司对其持股比例达到78.01%（直接持股57.51%，间接持股20.50%）。

■ **珠宝首饰行业：龙头增长空间仍广阔，黄金仍为消费主力。**2018年全国珠宝首饰行业规模接近7000亿元，周大福、老凤祥为首的前六大珠宝品牌市占率保持20%上下波动。从珠宝首饰整体消费结构来看，黄金仍是珠宝消费中最主要的品类，而黄金消费中黄金首饰和金币金条为主要需求，分别可以反映黄金的消费和投资两种属性，两者合计占比达到国内黄金消费量90%以上。我们认为黄金首饰的销售更多受到宏观影响，在整体消费环境稳定的情况下，金价慢涨利好黄金首饰的消费；而在黄金价格出现明显波动的情况下，黄金的投资价值更为显著，利好金币金条消费。

■ **龙头基本面长年表现稳健，股价表现与行业景气度高度吻合。**纵观老凤祥发展，2011年前的行业高速发展期其抓住东风进行了迅速的渠道扩张，跑马圈地成功，增速表现优于行业整体；11年后社零增速整体回落带动金银珠宝消费增长中枢回落，老凤祥仍然保持了与行业相吻合的增速，体现出作为龙头的竞争力和增长稳健性。而复盘其市值表现可以发现，绝大多数时候市值涨跌和公司基本面数据吻合，即符合金银珠宝行业整体零售趋势，除了2015年的牛市以及随后16H1的股灾带来的一轮非理性涨跌，以及18H2在金银珠宝零售整体低迷环境下，公司由于老凤祥有限股改推进顺利带来的一波市值逆势上涨。

■ **核心子公司老凤祥有限的股权归属也是市场关注的焦点之一。**尤其值得关注的是2010年通过向黄浦区国有资产管理委员会增发将上市公司对老凤祥有限的持股比例提升至78.01%，以及2018年盘活自然人及职工持股会股权、引入国新控股成为战略投资者，这两段时期公司市值都实现了显著的上行。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司19/20/21年整体营业收入增速分别达到10.9%/9.7%/9.4%至486/533/583亿元，归母净利同增13%/13%/12%至13.7/15.4/17.4亿元，对应PE17/15/14X，公司作为以黄金业务为主的珠宝首饰龙头在过去年份展现出了收入和业绩增长的强稳健性，考虑当前估值在历史低位、同时兼有金价回升预期，具有配置价值，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**金价剧烈波动带来的风险，宏观经济增长放缓带来的需求下滑风险

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.25
一年最低/最高价	28.38/49.15
市净率(倍)	3.61
流通A股市值(百万元)	14349.23

基础数据

每股净资产(元)	12.55
资产负债率(%)	56.17
总股本(百万股)	523.12
流通A股(百万股)	317.11

相关研究

内容目录

1. 老凤祥：沪上代表性国有上市公司，老字号珠宝龙头	4
2. 珠宝首饰行业：龙头增长空间仍广阔，黄金仍为消费主力	7
2.1. 行业整体规模近 7000 亿，龙头格局稳定，市占率仍有提升空间	7
2.2. 黄金首饰仍是消费主力，需求与宏观消费环境及金价相关	8
3. 基本面及复盘：股价表现与行业整体景气度高度吻合，老凤祥有限股权变更亦为股价上涨重要催化	10
3.1. 龙头基本面长年表现稳健，股价表现与行业景气度高度吻合	10
3.2. 核心子公司老凤祥有限的股权归属也是市场关注的焦点之一	12
4. 财务分析：快周转模式带来老凤祥出众 ROE 水平	16
4.1. 收入端：受益经销为主的经营模式，收入增长表现稳定	16
4.2. 黄金首饰为主+加盟为主的业务结构，毛利率水平稳定在 8%-9%	17
4.3. 净利润：多年持续稳健增长，净利率水平接近 4%	17
4.4. 加盟模式下老凤祥周转迅速	18
4.5. ROE：高周转带高 ROE，常年维持 20% 以上水平	18
5. 盈利预测及投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

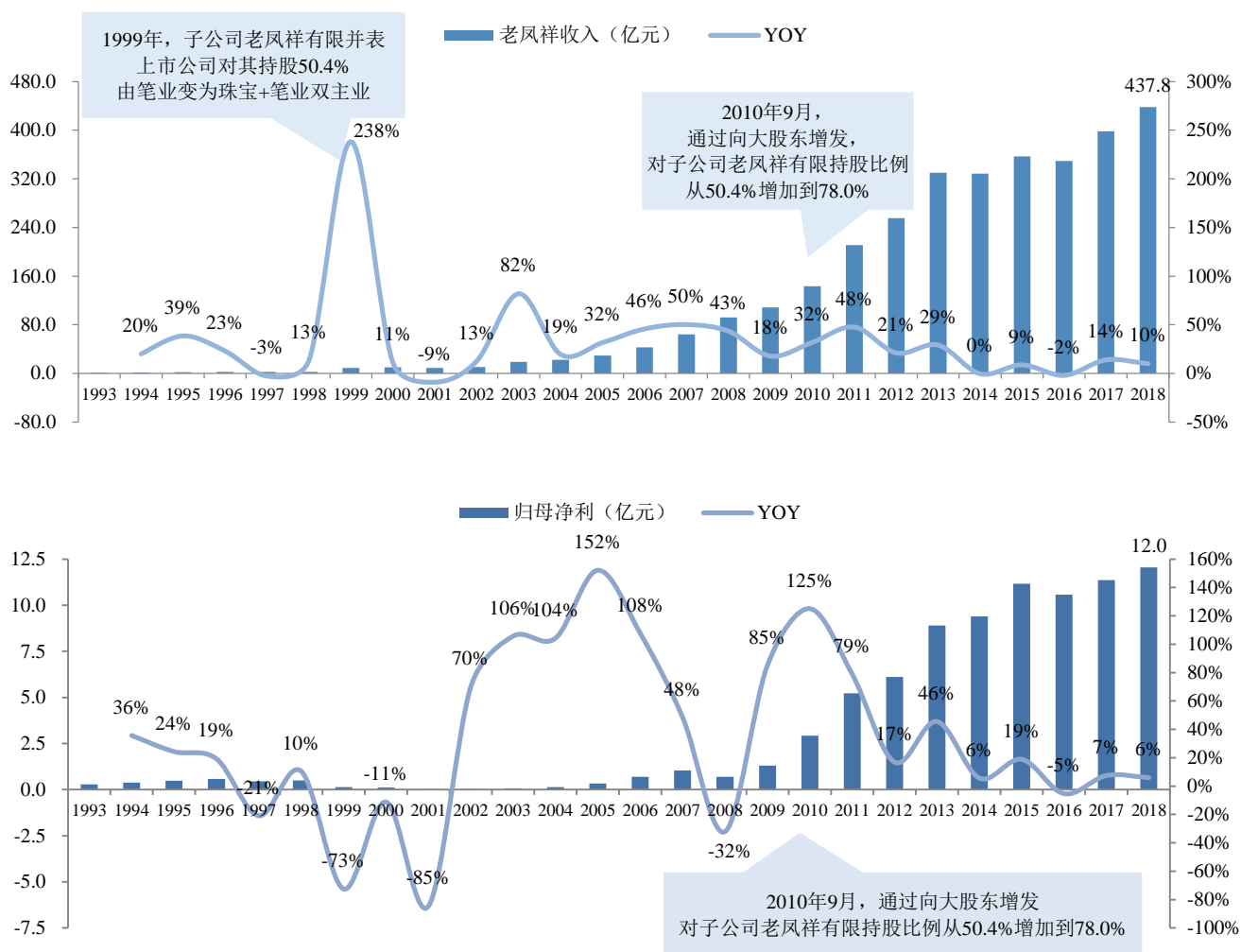
图 1: 老凤祥历史收入及净利润增长	4
图 2: 老凤祥股权结构及子公司情况 (截至 19Q1)	5
图 3: 珠宝首饰业务贡献了公司 75% 左右收入	6
图 4: 珠宝首饰业务为公司贡献 90% 以上毛利润	6
图 5: 我国珠宝首饰消费规模	7
图 6: 美国珠宝龙头 Signet 市占率	8
图 7: 我国代表性珠宝品牌门店数量规模	8
图 8: 中国珠宝首饰市场零售中黄金仍为主力	9
图 9: 我国黄金消费中黄金首饰占 60%-70%	9
图 10: 黄金需求与金价关系 (同比数据坐标轴为左轴, 黄金现货价格坐标轴为右轴)	9
图 11: 老凤祥珠宝首饰收入增长	10
图 12: 老凤祥珠宝首饰业务毛利率	10
图 13: 老凤祥珠宝渠道数量	11
图 14: 老凤祥珠宝首饰业务中非金业务占比有效提升	11
图 15: 老凤祥收入增长表现及黄金珠宝整体零售行情	11
图 16: 老凤祥市值及 PE 复盘	12
图 17: 老凤祥有限是上市公司主要收入及利润来源	12
图 18: 1996 年, 老凤祥有限初建	13
图 19: 1999 年, 老凤祥有限重组并接受增资, 上市公司对其持股 50.44%	13
图 20: 2009 年, 黄浦区接棒上海轻工控股; 上市公司更名为“老凤祥”, 对老凤祥有限仍持股 50.44%	14
图 21: 2010 年, 通过增发, 上市公司对老凤祥有限持股比例增加至 78.01%	14
图 22: 2018 年, 盘活员工持股会及自然人股东持股, 引入央企战略投资者	15
图 23: 公司股价表现以及老凤祥有限股权变更重要时间节点	16
表 1: 老凤祥收入拆分 (单位: 亿元)	6
表 2: 我国珠宝首饰龙头市占率	8
表 3: 央地融合 (上海) 工艺美术股权投资中心 (有限合伙) 12 名机构投资者	15
表 4: 老凤祥、周大福、周大生收入增长	16
表 5: 老凤祥、周大福、周大生毛利率	17
表 6: 老凤祥、周大福、周大生期间费用率	17
表 7: 老凤祥、周大福、周大生净利润	18
表 8: 老凤祥、周大福、周大生周转	18
表 9: 老凤祥、周大福、周大生杜邦分析	19
表 10: 老凤祥收入及毛利率预测拆分 (单位: 百万元)	19
表 11: 可比公司估值 (单位: 百万元)	20

1. 老凤祥：沪上代表性国有上市公司，老字号珠宝龙头

170 年历史沪上老牌金银珠宝龙头。“老凤祥”品牌起源于 1848 年慈溪费氏创立于上海的风祥裕记银楼，1996 年经上海第二轻工业局同意，上海老凤祥首饰总厂、上海宇宙金银饰品厂、上海珠宝玉器厂、上海工艺美术总公司首饰研究所、上海大同行珠宝首饰汇市等五个国有企业改制重组为上海老凤祥有限公司，“老凤祥”商标亦归属后者。

上市公司“老凤祥”前身则为 1993 年上市的“第一铅笔”（主营铅笔、圆珠笔制造及销售），后 1999 年上海老凤祥有限公司重组，“第一铅笔”成为其控股股东从而发展为珠宝+笔业双主业上市公司；随老凤祥有限业务不断壮大以及上市公司对其持股比例的提升，2009 年，上市公司正式更名为“老凤祥”。截至 2018 年，老凤祥收入规模 437.8 亿元，净利润规模 15.6 亿元，归母净利 12.0 亿元，业务涵盖珠宝、笔业、工艺品、商贸等等；而作为其业务核心的控股子公司老凤祥有限 2018 年实现收入 433.1 亿元，利润总额 19.8 亿元，上市公司对其持股比例达到 78.01%（直接持股 57.51%，间接持股 20.50%）。

图 1：老凤祥历史收入及净利润增长

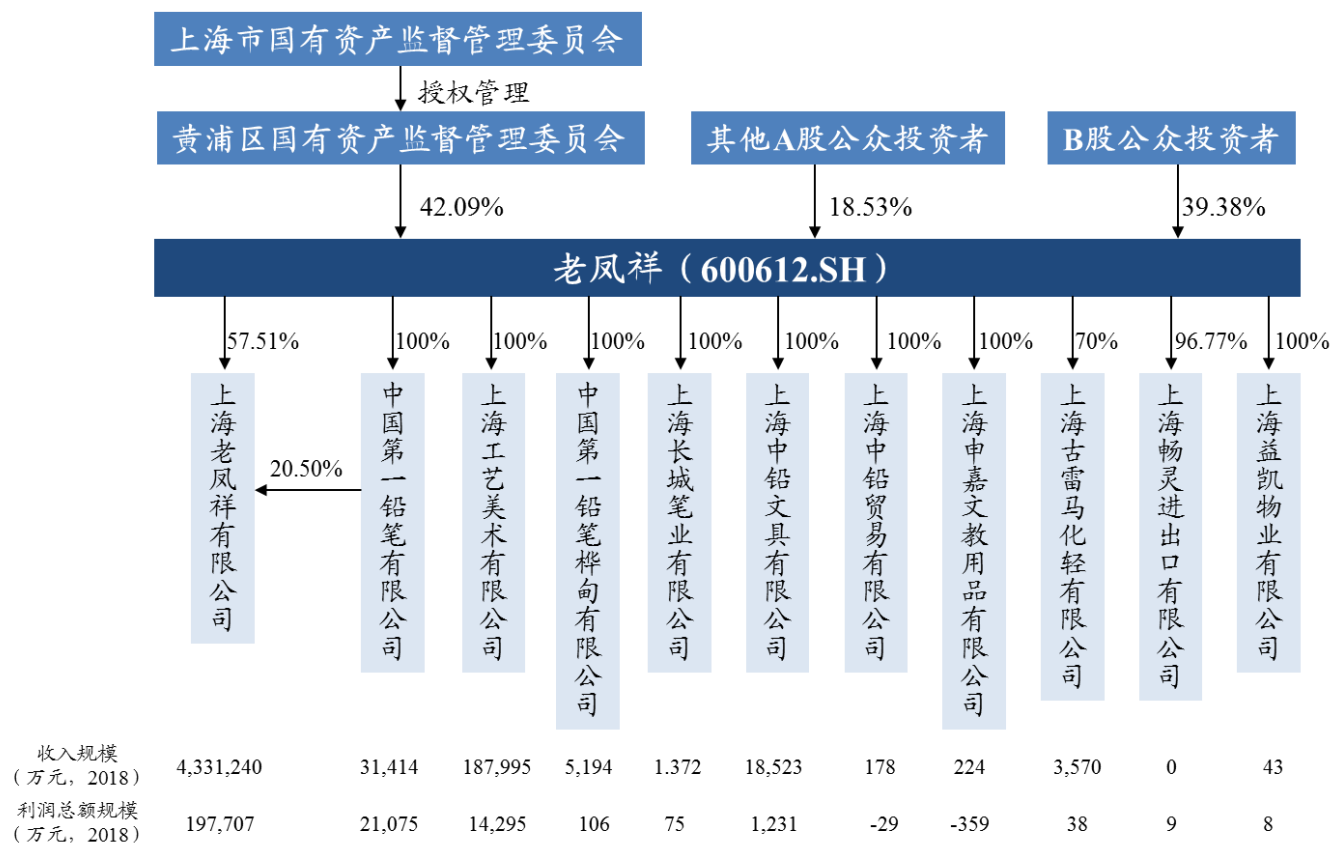


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

作为上海代表性国有企业股权结构清晰。从持股结构来看，老凤祥第一大股东为黄浦区国有资产监督管理委员会，其受上海国有资产监督管理委员会委托对老凤祥业务进行管理，对上市公司持股比例达到 42.09%；此外，公司 A 股及 B 股公众投资者分别持股比例达到 18.53% 和 39.38%。

另截至 2018 年，公司共有 11 家子公司，除了核心子公司上海老凤祥有限外，上海工艺美术有限公司、中国第一铅笔有限公司收入及利润规模亦较为可观，18 年收入规模分别达到 18.8/3.1 亿元，利润规模总额达到 1.43/2.11 亿元。

图 2：老凤祥股权结构及子公司情况（截至 19Q1）

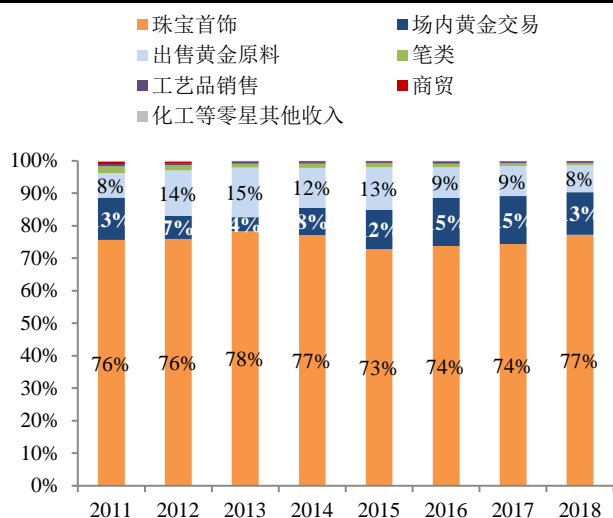


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

珠宝首饰销售为核心业务，是公司最主要收入及利润来源。2018 年公司珠宝首饰业务收入达到 338 亿元，收入/毛利润占公司全部业务比重分别达到 77%/95%，截止 2018 年该业务通过遍布全国的 3521 个网点销售“老凤祥”品牌珠宝首饰（自营/批发渠道分别为 182/3339 个），其中黄金饰品销售收入占比达到 79%。

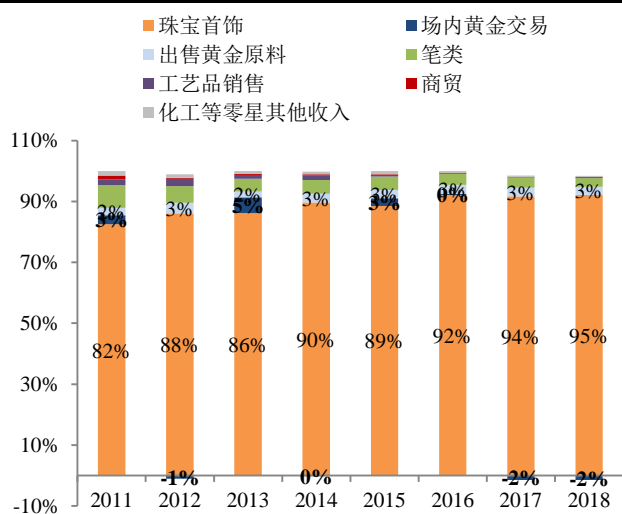
除珠宝首饰业务外，公司收入占比较高的业务包括场内黄金交易（主要为黄金铂金现货全额交易、黄金延期交收交易、黄金租赁交易和黄金远期交易等套保业务，18 年收入占比 13%）、出售黄金原料（18 年收入占比 8%），加上前文提到的珠宝首饰业务，公司收入 98% 与黄金首饰业务相关；此外另有少量笔类、工艺品等业务收入。

图 3：珠宝首饰业务贡献了公司 75%左右收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：珠宝首饰业务为公司贡献 90%以上毛利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：老凤祥收入拆分（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
珠宝首饰收入	258.4	253.2	260.0	257.8	296.0	338.0
YOY	33.2%	-2.0%	2.7%	-0.8%	14.8%	14.2%
毛利率	8.8%	10.2%	10.2%	11.2%	10.6%	10.2%
场内黄金交易收入	14.2	27.4	43.1	51.9	59.0	57.5
YOY	-22.0%	93.5%	57.2%	20.5%	13.6%	-2.5%
毛利率	9.6%	-0.3%	1.7%	0.2%	-0.9%	-1.0%
出售黄金原料收入	50.4	40.7	46.8	32.9	36.7	36.2
YOY	40.8%	-19.3%	15.0%	-29.8%	11.6%	-1.4%
毛利率	1.0%	2.1%	1.8%	2.8%	2.7%	2.8%
笔类收入	3.9	4.0	4.3	3.8	3.6	3.1
YOY	-2.0%	1.7%	7.4%	-10.2%	-6.1%	-15.0%
毛利率	28.3%	32.7%	30.7%	29.0%	31.1%	33.4%
工艺品销售收入	1.8	1.9	1.7	2.1	2.1	1.2
YOY	9.5%	2.1%	-10.0%	24.5%	1.3%	-42.3%
毛利率	18.3%	25.0%	9.7%	2.9%	2.0%	10.5%
商贸收入	0.7	0.8	0.8	0.8	0.4	1.5
YOY	-53.1%	13.9%	0.6%	-1.3%	-45.9%	271.5%
毛利率	13.7%	11.6%	7.4%	8.2%	8.4%	3.1%
化工等零星其他收入	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
YOY	3.2%	-2.9%	24.1%	-28.8%	-14.3%	1.3%
毛利率	56.6%	53.7%	62.2%	48.5%	49.5%	40.9%
合计	329.8	328.4	357.1	349.6	398.1	437.8
YOY	29.1%	-0.5%	8.8%	-2.1%	13.9%	10.0%
毛利率	8.0%	8.8%	8.4%	9.0%	8.3%	8.2%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 珠宝首饰行业：龙头增长空间仍广阔，黄金仍为消费主力

2.1. 行业整体规模近 7000 亿，龙头格局稳定，市占率仍有提升空间

改革开放后我国珠宝首饰行业发展主要可以分为以下几个阶段：

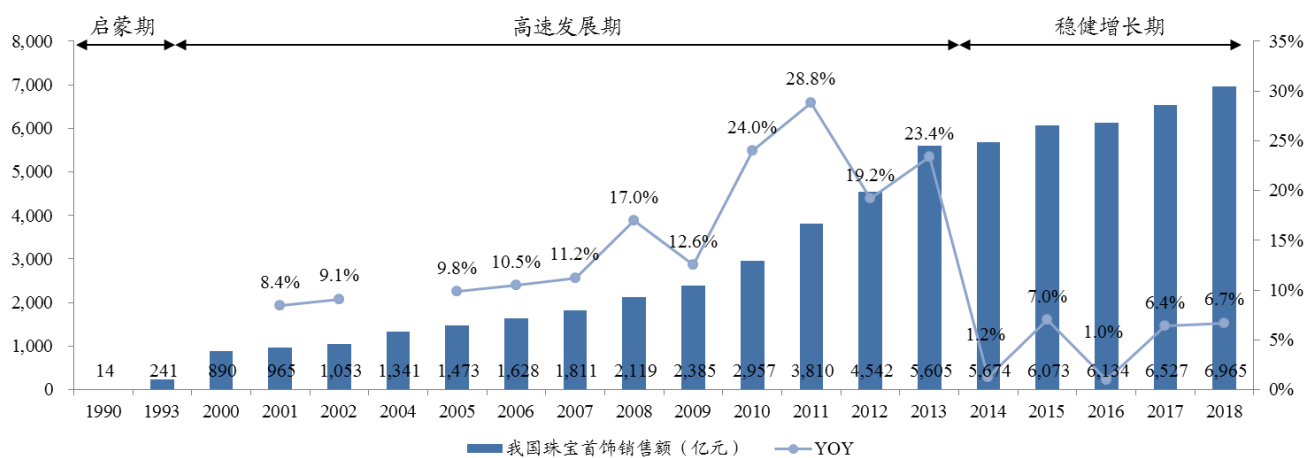
1) **恢复期**：80 年代初-90 年代初，此阶段对珠宝首饰生产消费的限制消失，85 年国务院更发布了《关于加快黄金饰品生产和做好储备、销售工作的报告》鼓励产业发展，行业从停滞期走出；

2) **启蒙期**：90 年代初至 2000 年前，此阶段以少数海外奢侈品牌以及以周大福为首的港资品牌进驻为标志，消费者逐渐建立珠宝品牌认知，内资老牌银楼如老凤祥亦在本阶段实现重组发展；

3) **高速发展期**：2000-2013 年，国内经济迅速发展带来的行业需求（消费+投资）爆发式增长，内外资品牌百花齐放，行业增长在 2011 年达到高点，01~13 年 CAGR 超过 16%，行业规模从 965 亿上升至超过 5600 亿元；

4) **稳健增长期**：2014 年以来，随着宏观经济增速下行以及反腐倡廉带来的影响行业整体增速中枢回落至单位数，18 年整体规模达到 6965 亿元。

图 5：我国珠宝首饰消费规模



数据来源：公司公告、Euromonitor、东吴证券研究所

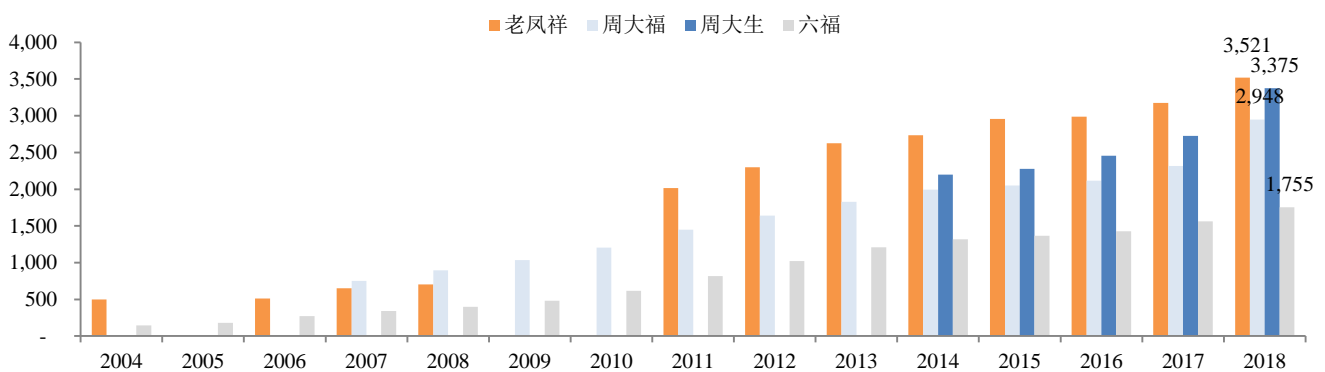
消费者重视品牌背书，老牌珠宝龙头市占率较稳定，市场集中度仍有提升空间。珠宝行业产品单价高，兼具佩戴、收藏、投资价值，由此格外重视品牌及品质背书，利于历史长、渠道多、营销力度大、曝光度高的龙头品牌发展。从我国市场来看，周大福、老凤祥为首的前六大珠宝品牌市占率保持 20% 上下波动（15、16 年有所下降但 17 年再次回升），单品牌来看，港资龙头周大福以及内资龙头老凤祥市占率显著领先其他品牌，近年市占率在 5%-6% 之间，相较美国第一大珠宝零售商 Signet 7%-8% 的市占率仍有提升空间。各龙头也积极通过门店拓展占领空白市场，目前各品牌中渠道数量最多为老凤祥（截至 18 年共 3521 家），周大生其次（截至 18 年共 3375 家），周大福内地渠道数量则为 2948 家。

表 2：我国珠宝首饰龙头市占率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
周大福	6.4%	7.2%	6.1%	5.1%	5.2%	5.7%
老凤祥	5.4%	5.7%	5.5%	5.3%	5.1%	5.7%
周大生	3.3%	3.1%	3.7%	3.3%	3.4%	4.1%
老庙黄金	3.8%	3.9%	2.9%	2.6%	2.2%	2.2%
周生生	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%
六福珠宝	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%
前六名	20.1%	21.2%	19.3%	17.5%	17.0%	18.9%

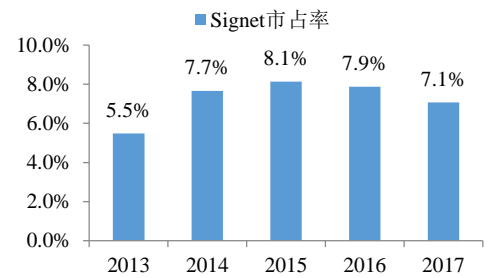
数据来源：Euromonitor，周大生为自主测算，东吴证券研究所

图 7：我国代表性珠宝品牌门店数量规模



数据来源：公司公告、东吴证券研究所，其中周大福及六福为内地门店数据

图 6：美国珠宝龙头 Signet 市占率



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

2.2. 黄金首饰仍是消费主力，需求与宏观消费环境及金价相关

从珠宝首饰整体消费结构来看，黄金仍是珠宝消费中最主要的品类，黄金产品消费占珠宝零售额 52%，而从典型的珠宝公司如老凤祥来看，黄金饰品占据其珠宝首饰业务收入的 80%。

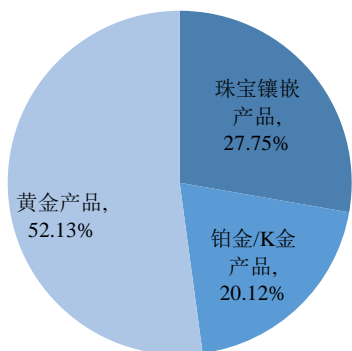
黄金消费中黄金首饰和金币金条为主要需求，分别可以反映黄金的消费和投资两种属性，两者合计占比达到国内黄金消费量 90% 以上。我们认为黄金首饰的销售更多受到宏观影响，在整体消费环境稳定的情况下，金价慢涨利好黄金首饰的消费；而在黄金价格出现明显波动的情况下，黄金的投资价值更为显著，利好金币金条消费。

1) 黄金价格上涨时：(a) 金价长期形成上涨局面同时整体宏观经济稳定的情况下，黄金的投资和消费需求均较为明显，金银珠宝的消费和金条消费的增速一直处于高位（09~11 年）；(b) 金价快速上涨但是整体宏观经济变化波动较大的情况下，变现能力相对较弱的黄金首饰需求下滑出现下滑，而投资属性明显更强的金币金条的需求则会明显提升（16 年）。

2) 黄金价格大幅下跌时：市场出现“抢金潮”，首饰和金条的需求均出现大幅上升（13 年）。

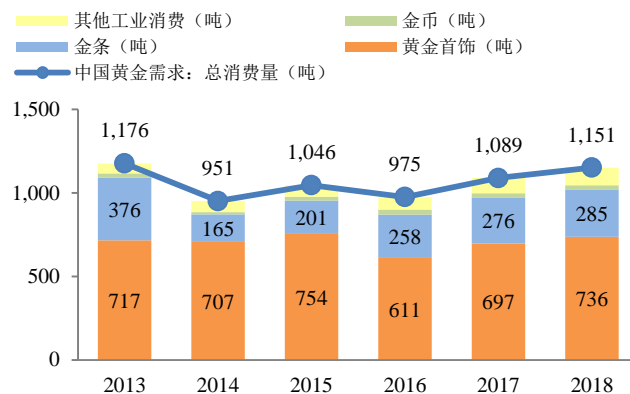
3) 黄金价格震荡或持续阴跌时：黄金投资属性减弱（金条金币需求明显下降），消费属性增强，其零售额增速更接近当时的整体社会零售增速（12 年、14~15 年、17~18 年）。

图 8：中国珠宝首饰市场零售中黄金仍为主力



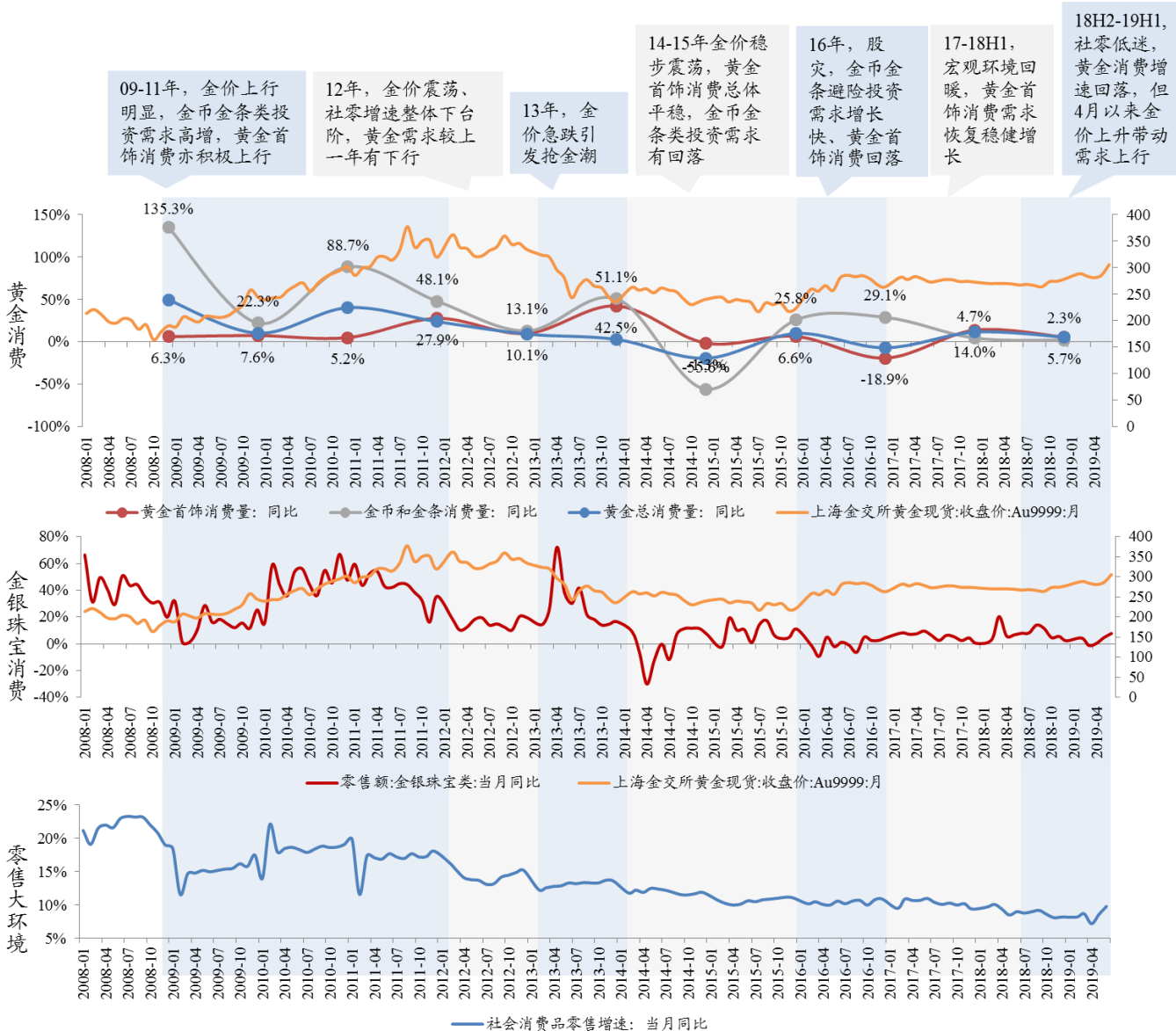
数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 9：我国黄金消费中黄金首饰占 60%-70%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：黄金需求与金价关系（同比数据坐标轴为左轴，黄金现货价格坐标轴为右轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所，首图中消费量指消费重量（吨）

3. 基本面及复盘：股价表现与行业整体景气度高度吻合，老凤祥有限股权变更亦为股价上涨重要催化

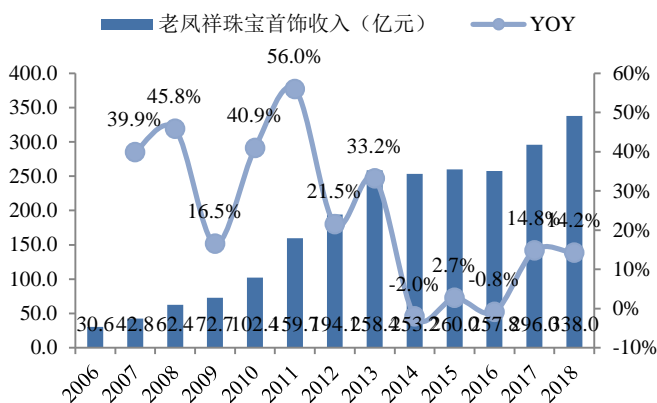
3.1. 龙头基本面长年表现稳健，股价表现与行业景气度高度吻合

老凤祥：凭借独一无二的品牌历史、优质产品及广泛下沉渠道金银珠宝品牌中屹立不倒，2017年总体收入规模达到398亿，珠宝首饰销售规模达到296亿，上市至今增长高度稳健：

1) 170年老字号民族品牌，多渠道宣传投入维持曝光度。作为创始于清朝道光年间的老牌银楼，老凤祥本身历史悠久，品牌号召力强大；2008年起又聘请家喻户晓的演员赵雅芝作为代言人至今，强化国民珠宝品牌印象；同时公司积极赞助、参与各类文化盛事如“芭莎珠宝”年度盛典、上海首饰博览会、国际首饰文化节等展示设计水准，并在2018年品牌170周年华诞季举办包括青年珠宝首饰设计大赛、“老凤祥·为爱祈福”公益活动、赞助东方卫视18-19跨年晚会，进行积极的品牌宣传。

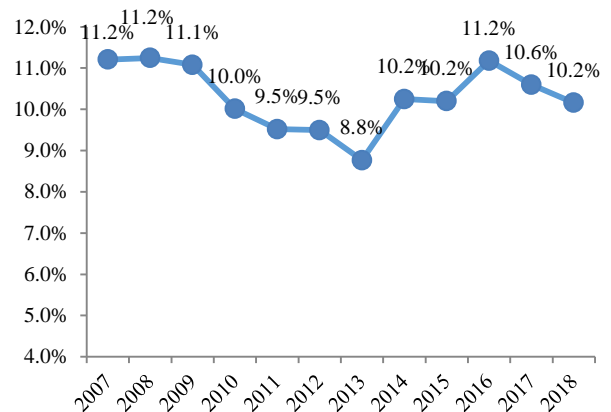
2) 设计创新不断，高利润率非金产品占比逐渐提升。截至18年老凤祥旗下中国工艺美术大师8名（全国共89名）、上海工艺美术大师16名、高级工艺美术师26名、高级技师44名，设计人才济济，产品系列也拓展为首饰八大类，并将珊瑚、珉琅等新门类纳入产品链，考虑非金首饰、工艺品利润率更高，非金产品占比的有效提升（由13年9.3%上升至18年的20%）将有利于公司珠宝首饰业务盈利能力的长期上行。

图 11：老凤祥珠宝首饰收入增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：老凤祥珠宝首饰业务毛利率



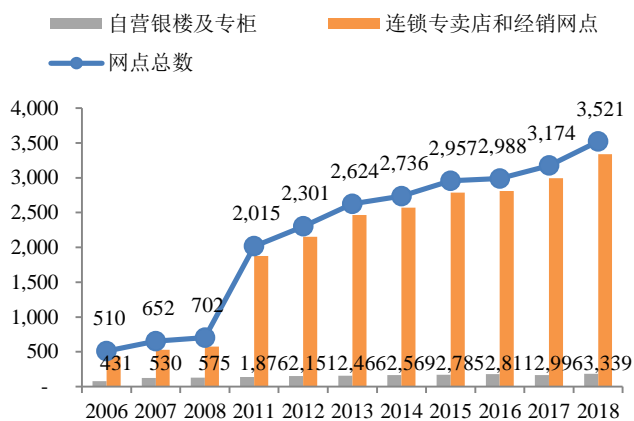
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 东莞素金+镶嵌两大季度产能持续提升，保证品质稳定性。14年建成的东莞素金基地具备超过100台自动化首饰机械，项目三年已收回全部投资，18年总出货量达到42.92吨，整体生产加工能力将超50吨（自产比例35%，公司18年黄金销售量在114万吨）；投资5000万元的东莞镶嵌生产基地17年8月开始运营，拥有3条生产线并引进了德国3D首饰打印装备和日本精密铸造机，18H1已实现盈利，截至18年自产镶嵌首饰达到57万件（自产比例52.5%），未来规划年产80-100万件镶嵌首饰。

4) 积极的渠道下沉，产品销售全国覆盖率超过90%，提升认知度。截至18年老凤祥网点总数到到3521家，其中自营银楼和专柜/连锁加盟网点达到182/3339家，其中

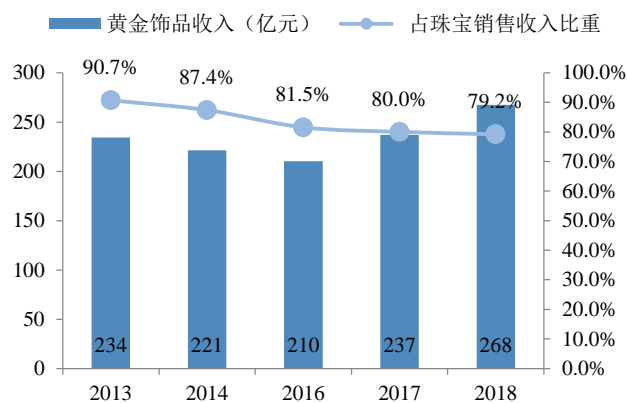
海外门店达到 19 家。由于渠道 95% 为经销商管理，公司重视优化总经销及下属经销商、专卖店三级经销网络管控模式，强化市场监督，截至 17 年已经成立 3 家区域合资公司（河南、山东、重庆）以及 24 家区域总经销商，实现各省份业务有效管理，并持续进行积极的渠道扩张和下沉，进一步巩固已有渠道优势。

图 13: 老凤祥珠宝渠道数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

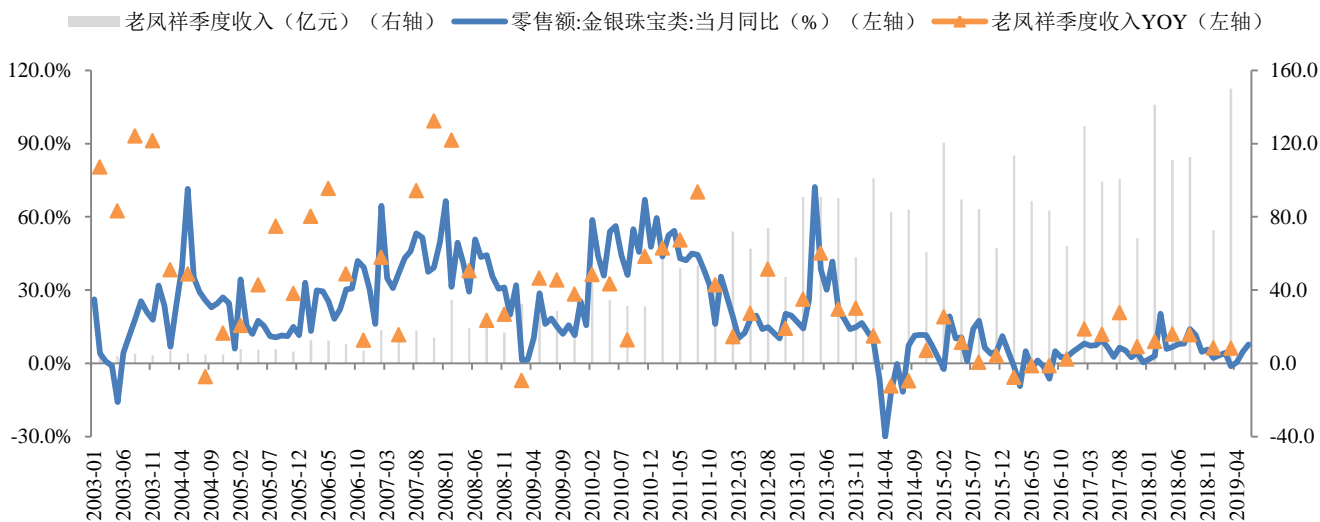
图 14: 老凤祥珠宝首饰业务中非金业务占比有效提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

纵观老凤祥发展，2011 年前的行业高速发展期其抓住东风进行了迅速的渠道扩张，跑马圈地成功，增速表现优于行业整体；11 年后社零增速整体回落带动金银珠宝消费增长中枢回落，老凤祥仍然保持了与行业相吻合的增速，体现出作为龙头的竞争力和增长稳健性。

图 15: 老凤祥收入增长表现及黄金珠宝整体零售行情



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

而复盘其市值表现可以发现，多数时候市值涨跌和公司基本面数据吻合，即符合金银珠宝行业整体零售趋势，除了 2015 年的牛市以及随后 16H1 的股灾带来的一轮非理性涨跌，以及 18H2 在金银珠宝零售整体低迷环境下，公司由于老凤祥有限股改推进顺利带来的一波市值上涨。

图 16: 老凤祥市值及 PE 复盘

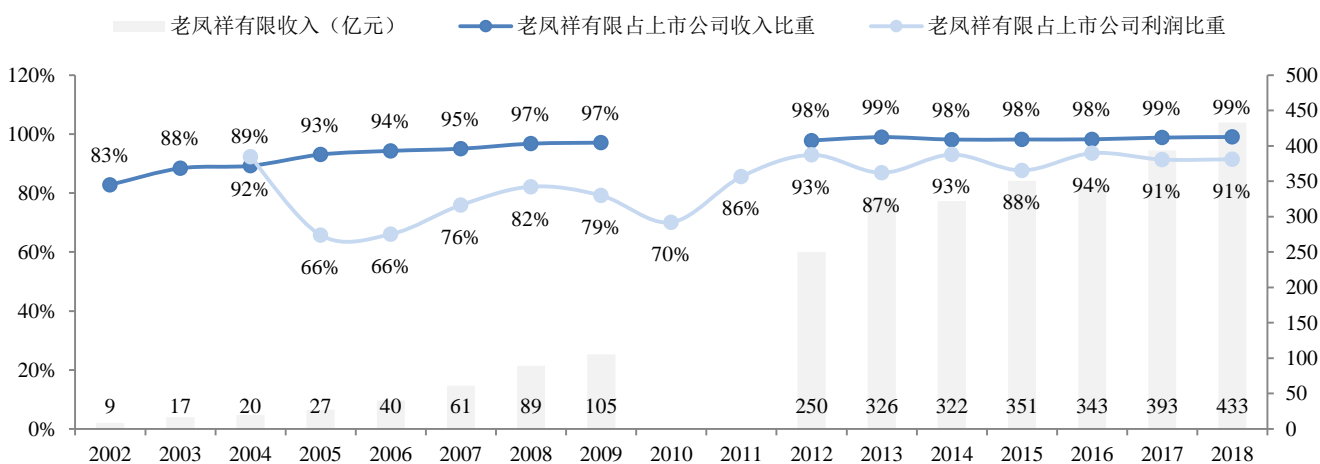


数据来源: Wind、公司公告、东吴证券研究所

3.2. 核心子公司老凤祥有限的股权归属也是市场关注的焦点之一

作为老凤祥的核心子公司,老凤祥有限是老凤祥珠宝首饰、黄金业务的运营主体,近年贡献了上市公司 98%-99%的收入规模以及 90%左右的利润,其股权变更始终是市场关注焦点。

图 17: 老凤祥有限是上市公司主要收入及利润来源



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

注: 由于公司披露口径的变化, 此处 2002-2009 年利润占比指净利润占比, 2012-2018 年利润占比指利润总额占比

自成立至今, 老凤祥有限股权共经历 5 阶段变动:

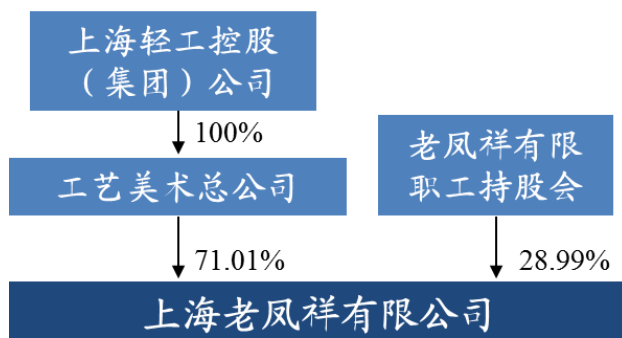
1) 1996 年, 老凤祥有限初建。

1996 年 4 月, 上海第二轻工业局同意, 由上海老凤祥首饰总厂、上海宇宙金银饰品厂、上海珠宝玉器厂、上海工艺美术总公司首饰研究所和上海大同行珠宝首饰汇市

等五个国有企业改制重组为上海老凤祥有限公司。

1996年12月，上海市经委同意老凤祥有限建立职工持股会，工艺美术总公司/老凤祥有限职工持股会分别占注册资本71%/29%。

图 18：1996 年，老凤祥有限初建

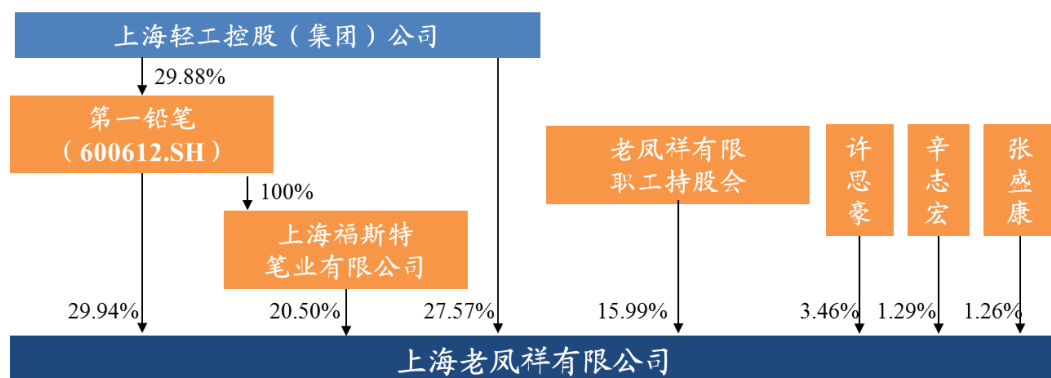


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2)1999,老凤祥有限重组并接受增资,上市公司对其持股 50.44%(直接持股 29.94%/间接持股 20.50%)。

1999年6月，老凤祥有限经历重组成为多元投资有限公司；10月，上海轻工控股(集团)公司对其增资，上市公司从而对其直接持股 29.94%/间接持股 20.50%

图 19：1999 年，老凤祥有限重组并接受增资，上市公司对其持股 50.44%



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

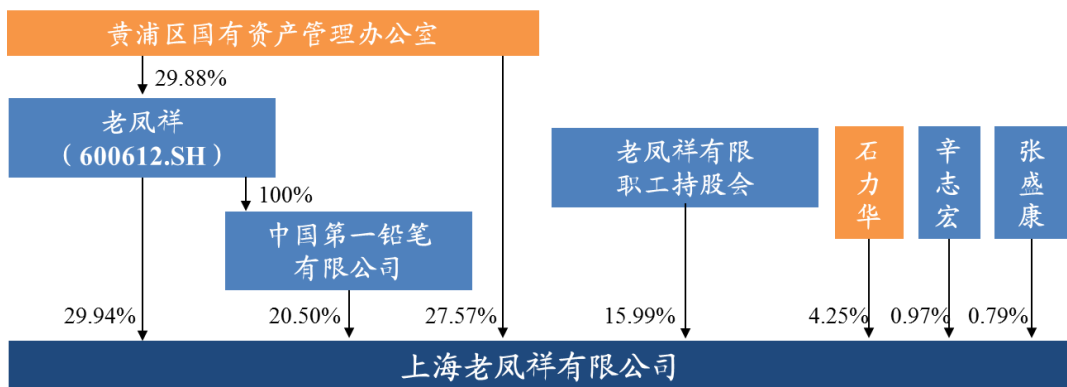
3) 2009，上市公司更名为“老凤祥”，对老凤祥有限仍持股 50.44%。

2004年4月，老凤祥现任董事长石力华与许思豪、辛志宏、张盛康签署了股权转让协议，开始持有老凤祥有限股份；

2005年4月，上海市国资委将上海轻工控股持有的第一铅笔股份有限公司以及老凤祥有限的股权划转至黄浦区国有资产管理办公室；

2009年7月，上市公司更名为老凤祥，上海福斯特笔业有限公司更名为中国第一铅笔有限公司。

图 20：2009 年，黄浦区接棒上海轻工控股；上市公司更名为“老凤祥”，对老凤祥有限仍持股 50.44%

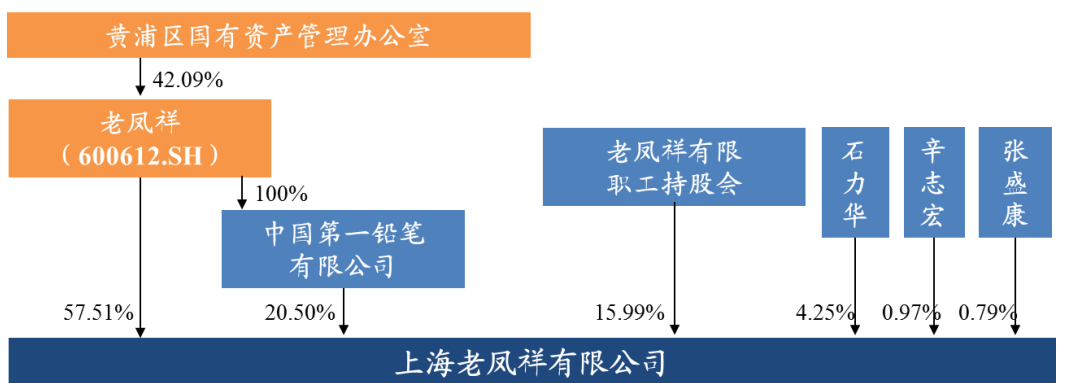


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4) 2010 年，通过增发，上市公司对老凤祥有限持股比例增加至 78.01%。

2010 年 9 月，老凤祥（600612.SH）通过向黄浦区国有资产管理办公室定向增发取得后者持有的老凤祥有限 27.57% 股权，后者对老凤祥（600612.SH）持股比例增加至 42.09%，上市公司对老凤祥有限持股比例增加到 78.01%（直接持股 57.51%/间接持股 20.50%）。此举进一步简化了老凤祥有限的股权结构，也增强了黄浦区国有资产管理办公室对上市公司的控制能力。

图 21：2010 年，通过增发，上市公司对老凤祥有限持股比例增加至 78.01%



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

5) 2018 年，盘活员工持股会及自然人股东持股，引入央企战略投资者。

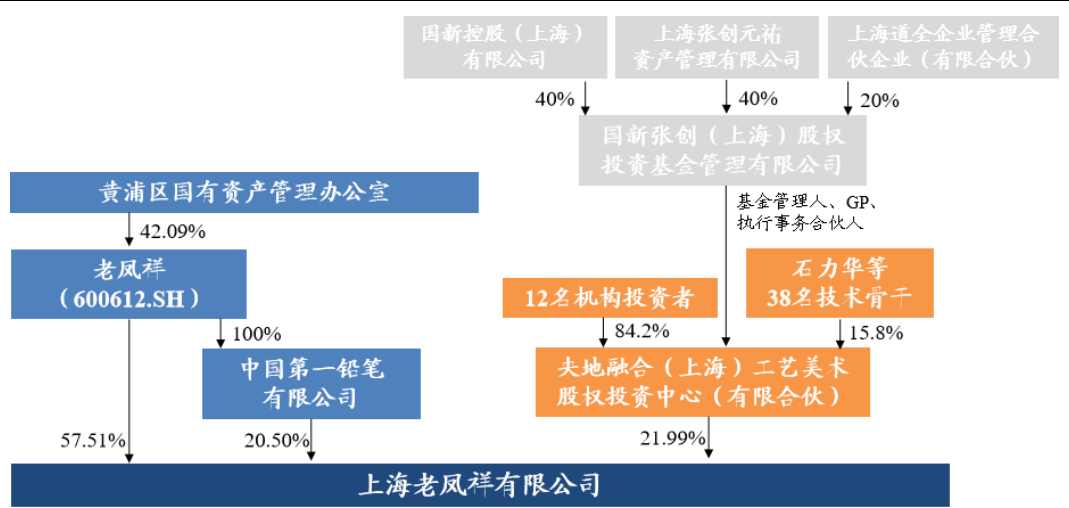
18 年 3 月国务院国资委提出国企改革“双百行动”，老凤祥亦在改革名单中。为推动“老凤祥有限”股权多元化、实现股权有序流动，2018 年 8 月，老凤祥有限职工持股会、石力华、辛志宏、张盛康签订转股协议，将所持股权（21.99%）全部转让给央地融合（上海）工艺美术股权投资中心，转让总价 27.05 亿元，按照 18 年盈利计算转让对价约合 8.3X。

后续石力华等 38 名老凤祥有限技术骨干拟出资 4.74 亿元认购该工艺美术股权投资中心之份额（占比 15.8%），此基金总份额 30 亿元，另有 12 名机构投资者出资 84.2%；

国新张创担任管理人、GP、执行事务合伙人。其中，国新张创的股东、在沪央企国新控股（上海）为老凤祥及老凤祥有限引进的战略投资者。2019年1月以上变更全部完成。

本次老凤祥有限股权变动，一方面解决了股东架构的历史遗留问题，在保证元老员工权益同时促进股权有序流动、利好老凤祥战略发展，另一方面成功引入战略投资者国新控股（国资委出资、国有资本市场化运作专业平台）及一系列外部机构投资者，成功实现混合所有制改革，利于激发企业发展内生动力。

图 22：2018 年，盘活员工持股会及自然人股东持股，引入央企战略投资者



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3：央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（有限合伙）12 名机构投资者

序号	投资者名称
1	国新控股（上海）有限公司
2	国新张创（上海）股权投资基金管理有限公司
3	国泰君安证裕投资有限公司
4	上海国际集团资产管理有限公司
5	上海国企改革发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）
6	中信兴业投资集团有限公司
7	苏州工业园区元禾秉胜股权投资基金合伙企业（有限合伙）
8	上海绿联君和产业并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）
9	宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司
10	交银国信资产管理有限公司
11	上海龙锦东深一贾资产管理合伙企业
12	上海临港东方君和科创产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）

数据来源：天眼查，东吴证券研究所

复盘历史，老凤祥有限的股权变更也是公司股份变化的重要催化因素。尤其值得关注的是 2010 年通过向黄浦区国有资产管理委员会增发将上市公司对老凤祥有限的持股比例提升至 78.01%，以及 2018 年盘活自然人及职工持股会股权、引入国新控股成为战略投资者，这两段时期公司市值都实现了显著的上行。

图 23：公司股价表现以及老凤祥有限股权变更重要时间节点



数据来源：Wind，公司公告、东吴证券研究所

4. 财务分析：快周转模式带来老凤祥出众 ROE 水平

4.1. 收入端：受益经销为主的经营模式，收入增长表现稳定

作为市占率前三大品牌，报表收入规模由于模式不同差距较大。前文提到，周大福、老凤祥、周大生为目前珠宝首饰零售领域市占率前三大品牌；但报表收入来看，周大福由于旗下门店直营占比接近 60%，由此报表收入规模显著大于老凤祥、周大生，2018 年达到 667 亿港元（约合 572 亿人民币）；老凤祥直营门店占比少于 5% 由此虽然与周大福市占率接近，但报表收入规模小于周大福；周大生由于记账模式与前两者不同（零售中占据主导的黄金首饰业务仅以品牌使用费形式体现在报表上，收费标准为 3-5 元/克），报表收入规模显著小于前两者。

从增速上看，受益经销模式老凤祥展出收入增长稳定性。一般行业下行时，零售整体受到冲击，但老凤祥经销网络的扩张带来的铺货帮助公司一定程度上熨平了报表收入的剧烈波动，我们可以看到在行业低谷的 14 年（13 年抢金潮透支消费力）以及 16 年（经济波动导致行业整体表现低迷），以加盟为主的老凤祥、周大生的收入增速波动服务小于直营为主的周大福。

表 4：老凤祥、周大福、周大生收入增长

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
老凤祥收入（亿元）	211.26	255.53	329.85	328.35	357.12	349.64	398.10	437.84
YOY		20.95%	29.08%	-0.45%	8.76%	-2.10%	13.86%	9.98%
周大福收入（亿港元）	565.71	574.34	774.07	642.77	565.92	512.46	591.56	666.61
YOY		1.53%	34.78%	-16.96%	-11.96%	-9.45%	15.44%	12.69%
周大生收入（亿元）	18.28	20.97	26.78	26.64	27.29	29.02	38.05	48.70
YOY		14.74%	27.72%	-0.54%	2.45%	6.33%	31.14%	27.97%

数据来源：Wind，东吴证券研究所，周大福财年为每年 3/31 结束

4.2. 黄金首饰为主+加盟为主的业务结构，毛利率水平稳定在 8%-9%

老凤祥超过 80% 销售来自加盟体系，同时也以黄金为其珠宝首饰业务的主要销售产品（超过 80%），由于黄金饰品加价倍率较低（毛利率单位数），加之加盟毛利率低于直营，带来其报表毛利率较周大福、周大生偏低；周大福则受益直营业务收入占比超过 80%，同时毛利率较高的非金产品销售占比高（超过 30%），毛利率长年在 27%-29% 之间；周大生更高的毛利率则来自报表收入中镶嵌业务占比更高（60%+），且其黄金业务在报表中体现为品牌使用费，毛利率 100%。

表 5：老凤祥、周大福、周大生毛利率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
老凤祥毛利率	8.73%	8.19%	7.97%	8.77%	8.39%	8.95%	8.35%	8.24%
周大福毛利率	29.07%	28.35%	27.33%	29.67%	27.64%	29.20%	27.41%	27.91%
周大生毛利率	28.67%	30.05%	25.58%	30.27%	32.00%	34.34%	32.38%	34.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所，周大福财年为每年 3/31 结束

4.3. 净利润：多年持续稳健增长，净利率水平接近 4%

稳定的利润增长，净利率受模式影响低于同业。费用方面，由于经销模式下不发生门店及销售费用，老凤祥的销售和管理费用率都显著低于同业；从净利润来看，老凤祥除 2016 年有 4% 小幅下滑（主要与 15 年收到 1.25 亿一次性动迁补偿造成的高基数有关）外始终保持正增长，稳定性出众，同时由于加盟模式下的低毛利率和低费用率，净利率较同业低，稳定在 3%-4% 水平。

表 6：老凤祥、周大福、周大生期间费用率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
老凤祥								
期间费用率	3.80%	3.64%	3.48%	3.51%	3.23%	3.59%	3.23%	3.22%
销售费用（亿元）	3.63	4.28	5.77	5.62	5.52	6.59	6.61	7.10
销售费用率	1.72%	1.67%	1.75%	1.71%	1.55%	1.89%	1.66%	1.62%
管理费用（亿元）	2.89	3.23	3.75	4.12	4.44	4.43	4.57	4.91
管理费用率	1.37%	1.26%	1.14%	1.26%	1.24%	1.27%	1.15%	1.12%
财务费用（亿元）	1.51	1.81	1.97	1.79	1.57	1.53	1.70	2.10
财务费用率	0.71%	0.71%	0.60%	0.55%	0.44%	0.44%	0.43%	0.48%
周大福								
期间费用率	14.84%	16.56%	16.06%	19.80%	20.70%	20.30%	18.74%	18.55%
销售费用（亿港元）	63.20	74.45	100.36	99.36	91.97	80.11	82.39	90.38
销售费用率	11.17%	12.96%	12.96%	15.46%	16.25%	15.63%	13.93%	13.53%
管理费用（亿港元）	17.15	17.36	21.72	24.09	24.27	22.96	26.82	29.87
管理费用率	3.03%	3.02%	2.81%	3.75%	4.29%	4.48%	4.53%	4.47%
财务费用（亿港元）	3.63	3.30	2.23	3.81	0.88	0.97	1.63	0.57
财务费用率	0.64%	0.57%	0.29%	0.59%	0.16%	0.19%	0.28%	0.55%
周大生								
期间费用率	12.91%	14.24%	13.95%	15.90%	16.48%	15.55%	13.53%	13.98%
销售费用（亿元）	1.87	2.39	3.14	3.48	3.63	3.82	4.46	5.19
销售费用率	10.23%	11.40%	11.72%	13.07%	13.30%	13.17%	11.71%	10.66%
管理费用（亿元）	0.31	0.43	0.48	0.50	0.59	0.60	0.76	1.36

管理费用率	1.70%	2.04%	1.77%	1.87%	2.17%	2.06%	1.99%	2.79%
财务费用 (亿元)	0.18	0.17	0.12	0.26	0.28	0.09	-0.06	0.26
财务费用率	0.99%	0.79%	0.45%	0.96%	1.01%	0.32%	-0.17%	0.54%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 周大福财年为每年 3/31 结束, 2018 年将研发费用并入管理费用计算

表 7: 老凤祥、周大福、周大生净利润

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
老凤祥								
净利润 (亿元)	6.83	7.94	11.30	12.28	14.22	13.65	14.70	15.64
YOY		16.28%	42.37%	8.69%	15.74%	-3.96%	7.68%	6.36%
净利率	3.23%	3.11%	3.43%	3.74%	3.98%	3.91%	3.69%	3.57%
周大福								
净利润 (亿港元)	65.71	56.78	74.49	55.36	29.79	31.51	42.03	46.84
YOY		-13.58%	31.18%	-25.69%	-46.19%	5.78%	33.39%	11.44%
净利率	11.59%	9.86%	9.60%	8.58%	5.24%	6.13%	7.08%	7.01%
周大生								
净利润 (亿元)	2.34	2.81	2.45	3.24	3.53	4.27	5.92	8.06
YOY		20.24%	-13.06%	32.62%	8.82%	20.84%	38.77%	36.15%
净利率	12.80%	13.42%	9.13%	12.18%	12.94%	14.70%	15.56%	16.55%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 周大福财年为每年 3/31 结束

4.4. 加盟模式下老凤祥周转迅速

经营品类结构以及模式的不同带来龙头周转速度差距: 黄金具有保值投资功能且市场价格较为透明, 作为中国市场的主力首饰品类购买频次高, 周转速度较快; 镶嵌类产品单价高, 且产品款式流行趋势变化、营销力度、婚恋等特定需求波动的影响, 客户购买频次较低, 周转速度相对较慢。周大生、周大福的存货周转天数均在 250 天以上, 而老凤祥的存货周转天数则仅为 72 天。应收账款方面, 由于直营模式下现款现货、加盟模式下一般要求先款后货 (给予保证金范围内的授信额度), 而百货账期大概 1-3 个月, 因此加盟占比更高的老凤祥、周大生应收周转更快, 而直营占比更高 (百货账期较长) 的周大福应收账款周转慢于另两家龙头。

表 8: 老凤祥、周大福、周大生周转

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
存货周转天数								
老凤祥	72	75	61	61	55	70	72	72
周大福	210	249	224	328	313	301	269	279
周大生	220	236	209	265	287	286	261	263
应收账款周转天数								
老凤祥	4	4	2	2	4	5	5	5
周大福	18	22	14	19	18	16	17	20
周大生	13	10	9	11	11	9	8	7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 周大福财年为每年 3/31 结束

4.5. ROE: 高周转带高 ROE, 常年维持 20% 以上水平

老凤祥高 ROE 来自高周转及高杠杆率。老凤祥加盟为主、黄金为主的业务结构带

来了低利润率和高周转，加之始终保持了较高的权益乘数（负债主要为短期借款和交易性金融负债），ROE 水平突出。从老凤祥外，受益高毛利率镶嵌业务以及品牌服务业务带来的高净利润率，周大生 ROE 水平亦保持在 20% 以上。

表 9：老凤祥、周大福、周大生杜邦分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
老凤祥 ROE	27.35%	24.80%	29.20%	25.82%	26.33%	22.02%	21.30%	20.42%
净利润率	3.23%	3.11%	3.43%	3.74%	3.98%	3.91%	3.69%	3.57%
总资产周转率	3.31	3.16	3.62	3.14	3.09	2.73	2.90	3.03
权益乘数	3.34	3.28	2.99	2.87	2.73	2.67	2.58	2.45
周大福 ROE	31.48%	17.79%	20.75%	14.24%	7.91%	9.16%	12.56%	14.26%
净利润率	11.59%	9.86%	9.60%	8.58%	5.24%	6.13%	7.08%	7.01%
总资产周转率	1.48	1.27	1.48	1.05	0.97	0.98	1.11	1.12
权益乘数	1.90	1.46	1.50	1.60	1.57	1.58	1.64	1.87
周大生 ROE	31.13%	31.53%	22.42%	26.78%	26.16%	28.09%	23.71%	22.02%
净利润率	12.80%	13.42%	9.13%	12.18%	12.94%	14.70%	15.56%	16.55%
总资产周转率	1.35	1.40	1.51	1.31	1.26	1.28	1.13	0.95
权益乘数	1.81	1.68	1.63	1.68	1.60	1.49	1.35	1.40

数据来源：Wind，东吴证券研究所，周大福财年为每年 3/31 结束

5. 盈利预测及投资建议

收入方面：珠宝首饰收入仍是公司最主要增长动力，公司加盟网络仍将按照每年新增 200 家速度持续铺开，加之平均单店出货小幅提升，带动珠宝首饰业务 19/20/21 年收入增速达到 14.1%/12.3%/11.6%；而与珠宝首饰相关的场内黄金交易以及出售黄金原料业务也有望随前者实现温和增长，工艺品、笔类业务收入则预计将保持在现有规模，由此估计公司整体营业收入增速在 19/20/21 年分别达到 10.9%/9.7%/9.4% 至 486/533/583 亿元，同时由于毛利率相对较高的珠宝首饰业务占比提升，毛利率也有望按年实现小幅提升。

表 10：老凤祥收入及毛利率预测拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
珠宝首饰业务收入	29,600	33,803	38,570	43,296	48,314
YOY	14.82%	14.20%	14.10%	12.25%	11.59%
渠道数量	3,174	3,521	3,776	4,031	4,286
毛利率	10.60%	10.16%	10.16%	10.18%	10.24%
场内黄金交易收入	5,897	5,750	5,750	5,750	5,750
YOY	13.59%	-2.49%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-0.9%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
工艺品销售收入	211	121	121	121	121
YOY	1.25%	-42.32%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	2.0%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%
商贸收入	41	152	152	152	152
YOY	-45.86%	271.51%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.4%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
笔类收入	361	307	307	307	307

	YOY	-6.12%	-14.97%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	31.1%	33.4%	32.0%	32.0%	32.0%
	化工等零星收入	32	32	32	32	32
	YOY	-14.32%	1.28%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	49.5%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%
	其他收入（出售黄金原料）	3,670	3,620	3,620	3,620	3,620
	YOY	11.60%	-1.36%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
	营业收入	39,810	43,784	48,552	53,277	58,295
	YOY	13.86%	9.98%	10.89%	9.73%	9.42%
	综合毛利率	8.35%	8.24%	8.54%	8.66%	8.84%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计公司 19/20/21 年归母净利润同增 13.4%/13.1%/12.5% 至 13.7/15.4/17.4 亿元，对应 PE17/15/14X，公司作为以黄金业务为主的珠宝首饰龙头在过去年份展现出了收入和业绩增长的强稳健性，考虑当前估值在历史低位、同时兼有金价回升预期，具有配置价值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
老凤祥	600612.SH	市值	23,671		
归母净利	1,136	1,205	1,365	1,544	1,736
YOY	7.44%	6.02%	13.35%	13.06%	12.45%
PE	20.8	19.7	17.3	15.3	13.6
周大福	1929.HK	市值	70,900		
归母净利	4,095	4,577	5,228	5,746	6,741
YOY	34.03%	11.77%	14.22%	9.92%	17.30%
PE	17.3	15.5	13.6	12.3	10.5
周大生	002867.SZ	市值	15,642		
归母净利	592	806	1,005	1,189	1,391
YOY	38.77%	36.16%	24.66%	18.35%	16.91%
PE	26.4	19.4	15.6	13.2	11.2

数据来源：Wind，周大福来自 Wind 一致预期，东吴证券研究所

6. 风险提示

金价剧烈波动带来的风险：一般金价慢涨利于珠宝首饰公司销售增长，但若出现国际经贸形势变化带来金价急涨急跌，将影响消费者预期，带来消费波动；同时公司黄金交易业务在黄金价格剧烈波动情况下可能出现亏损；

宏观经济增长放缓带来的需求下滑：宏观经济放缓、股市楼市震荡都可能带来居民可支配收入下降，黄金珠宝作为可选消费易受冲击

老凤祥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,617	17,099	19,451	22,139	营业收入	43,784	48,552	53,277	58,295
现金	4,750	6,250	7,608	9,210	减:营业成本	40,175	44,407	48,642	53,121
应收账款	443	468	532	562	营业税金及附加	191	194	234	256
存货	8,901	9,797	10,684	11,682	销售费用	710	802	902	1,017
其他流动资产	523	584	627	685	管理费用	470	552	634	722
非流动资产	869	833	789	744	财务费用	171	188	163	151
长期股权投资	0	0	0	0	加:投资净收益	94	10	10	10
固定资产	346	335	321	307	其他收益	-135	52	56	68
无形资产	98	96	94	92	营业利润	2,109	2,347	2,636	2,951
其他非流动资产	425	402	374	346	加:营业外净收支	41	36	41	41
资产总计	15,486	17,932	20,240	22,884	利润总额	2,150	2,383	2,677	2,992
流动负债	6,990	6,369	6,512	6,678	减:所得税费用	586	620	696	778
短期借款	4,678	4,000	4,000	4,000	少数股东损益	363	328	333	338
应付账款	629	738	759	876	归属母公司净利润	1,205	1,365	1,544	1,736
其他流动负债	1,683	1,631	1,753	1,802	EBIT	2,429	2,791	3,099	3,436
非流动负债	1,112	1,100	1,091	1,091	EBITDA	2,477	2,818	3,126	3,464
长期借款	1,029	1,000	1,000	1,000					
其他非流动负债	82	100	91	91					
负债合计	8,102	7,469	7,604	7,769	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1,193	1,592	2,029	2,507	每股收益(元)	2.30	2.61	2.95	3.31
归属母公司股东权益	6,191	8,871	10,607	12,608	每股净资产(元)	11.84	16.96	20.28	24.06
负债和股东权益	15,486	17,932	20,240	22,884	发行在外股份(百万股)	523.1	523.1	523.1	524.1
					ROIC(%)	16.64%	16.40%	16.18%	19.51%
					ROE(%)	22.18%	19.76%	17.15%	15.96%
					毛利率(%)	8.24%	8.54%	8.70%	8.88%
					销售净利率(%)	2.75%	2.81%	2.90%	2.98%
					资产负债率(%)	52.31%	41.65%	37.57%	33.95%
					收入增长率(%)	9.98%	10.89%	9.73%	9.42%
					净利润增长率(%)	6.02%	13.35%	13.06%	12.45%
					P/E	19.7	17.3	15.3	13.6
					P/B	3.8	2.7	2.2	1.9
					EV/EBITDA	9.9	8.0	6.7	5.6
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	-371	1,183	1,303	1,490					
投资活动现金流	-10	1,800	1,126	1,289					
筹资活动现金流	767	-1,482	-1,071	-1,176					
现金净增加额	387	1,500	1,357	1,603					
折旧和摊销	48	27	27	28					
资本开支	52	45	45	45					
营运资本变动	-2,275	-820	-871	-916					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

