

2020年3月17日

老凤祥 (600612.SH) 批发和零售贸易



# 业绩符合预期，疫情冲击下或迎整合机遇

## ——老凤祥 (600612.SH) 2019 年业绩快报点评

公司简报

### ◆2019 公司营收同比增长 13.35%，归母净利润同比增长 16.89%

公司发布 2019 年业绩快报：2019 年公司实现营业收入 496.29 亿元，同比增长 13.35%；实现利润总额 24.93 亿元，同比增长 15.97%；实现归母净利润 14.08 亿元，折合全面摊薄 EPS 2.69 元，同比增长 16.89%，业绩符合预期。

单季度拆分看，4Q2019 公司实现营业收入 75 亿元，同比增长 3.02%；实现利润总额 4.35 亿元，同比增长 5.07%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比增长 11.52%。

### ◆延续健康发展态势，渠道及收入规模仍居行业前列

面对机遇与挑战并存的市场环境，公司坚持做大做强的心理信念，围绕“双百行动”改革目标和公司董事会提出的年度目标，主动适应市场，持续自我改进完善，强化竞争优势，应对风险挑战，确保了公司持续健康发展的良好态势，在渠道及收入规模上继续领跑全国珠宝首饰行业。

### ◆行业受疫情冲击，头部公司或迎整合机遇

2020 年 1-2 月限额以上黄金珠宝行业零售额同比下降 41.1%，行业整体受疫情带来的负面影响较大。公司作为业内龙头公司，在承受冲击的同时，也迎来了整合业内中小竞争对手，提升行业集中度的机会。此外老凤祥作为拥有 172 年历史的品牌，在加强自主品牌建设的政策刺激下或迎来利好。

### ◆下调盈利预测，维持“买入”评级

根据业绩快报情况以及疫情对公司销售的负面影响，我们下调对公司 19-21 年 EPS 的预测至 2.69/2.70/3.31 元（之前为 2.71/3.14/3.46 元），公司渠道规模领先，受益于避险需求上行带来的素金制品需求提升，政策刺激或也为公司未来经营改善提供额外动力，维持“买入”评级。

### ◆风险提示

金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	39,810	43,784	49,628	45,054	55,027
营业收入增长率	13.86%	9.98%	13.35%	-9.22%	22.14%
净利润 (百万元)	1,136	1,205	1,407	1,414	1,733
净利润增长率	7.44%	6.02%	16.82%	0.50%	22.54%
EPS (元)	2.17	2.30	2.69	2.70	3.31
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.26%	19.46%	20.05%	17.51%	18.31%
P/E	18	17	14	14	12
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 03 月 16 日

### 买入 (维持)

当前价：38.75 元

### 分析师

唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

[tangjiarui@ebsecn.com](mailto:tangjiarui@ebsecn.com)

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

[sunlu@ebsecn.com](mailto:sunlu@ebsecn.com)

### 市场数据

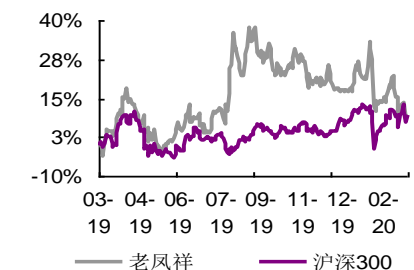
总股本(亿股)：5.23

总市值(亿元)：202.71

一年最低/最高(元)：38.44/56.19

近 3 月换手率：27.75%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.52	-11.32	-3.71
绝对	-15.04	-17.83	-4.17

资料来源：Wind

### 相关研报

业绩符合预期，业绩亮丽反映经销商乐观预期——老凤祥 (600612.SH) 2019 年三季报点评

.....2019-10-27

业绩略超预期，持续受益于避险需求上行——老凤祥 (600612.SH) 2019 年中报点评

.....2019-08-27

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	39,810	43,784	49,628	45,054	55,027
营业成本	36,488	40,175	45,462	41,329	50,478
折旧和摊销	47	48	63	66	70
税金及附加	175	191	248	225	275
销售费用	661	710	855	721	886
管理费用	457	470	534	428	550
研发费用	0	20	23	9	28
财务费用	170	210	225	151	93
投资收益	1	94	0	0	0
营业利润	1,920	2,109	2,383	2,286	2,817
利润总额	1,965	2,150	2,383	2,286	2,817
所得税	495	586	596	571	704
净利润	1,470	1,564	1,787	1,714	2,113
少数股东损益	334	359	380	300	380
归属母公司净利润	1,136	1,205	1,407	1,414	1,733
EPS(按最新股本计)	2.17	2.30	2.69	2.70	3.31

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,248	-371	1,537	2,791	1,425
净利润	1,136	1,205	1,407	1,414	1,733
折旧摊销	47	48	63	66	70
净营运资金增加	705	2,134	1,117	-1,271	1,749
其他	-639	-3,757	-1,050	2,582	-2,127
投资活动产生现金流	39	-10	-16	-80	-80
净资本支出	-31	-52	-80	-80	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	70	42	64	0	0
融资活动现金流	-1,769	767	-1,805	-3,123	-447
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-877	1,774	-1,000	-2,614	-11
无息负债变化	-445	-383	-186	-69	193
净现金流	-491	387	-283	-412	898

## 主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	8.3%	8.2%	8.4%	8.3%	8.3%
EBITDA 率	5.5%	5.5%	5.4%	5.5%	5.4%
EBIT 率	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.3%
税前净利润率	4.9%	4.9%	4.8%	5.1%	5.1%
归母净利润率	2.9%	2.8%	2.8%	3.1%	3.1%
ROA	11.0%	10.1%	11.5%	12.1%	13.1%
ROE(摊薄)	20.3%	19.5%	20.0%	17.5%	18.3%
经营性 ROIC	14.5%	13.2%	14.0%	14.3%	15.1%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	50%	52%	45%	30%	27%
流动比率	1.88	2.09	2.53	4.25	4.60
速动比率	0.79	0.82	0.97	1.64	1.88
归母权益/有息债务	1.43	1.08	1.49	3.86	4.55
有形资产/有息债务	3.35	2.67	3.26	6.71	7.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	13,424	15,486	15,508	14,181	16,133
货币资金	4,358	4,750	4,467	4,055	4,952
交易性金融资产	80	110	100	100	100
应收账款	683	443	692	629	768
应收票据	0	344	60	54	66
其他应收款(合计)	45	36	0	0	0
存货	7,210	8,901	9,082	8,256	10,086
其他流动资产	2	1	1	1	1
流动资产合计	12,411	14,617	14,765	13,424	15,367
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	374	346	323	305	291
在建工程	4	18	56	84	105
无形资产	100	98	93	89	84
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	1,013	869	743	756	766
总负债	6,710	8,102	6,915	4,232	4,414
短期借款	3,922	4,678	3,678	1,064	1,052
应付账款	643	629	682	620	757
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	398	174	199	180	220
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	6,617	6,990	5,844	3,160	3,342
长期借款	0	1,029	1,029	1,029	1,029
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	42	42	42	42
非流动负债合计	93	1,112	1,072	1,072	1,072
股东权益	6,714	7,385	8,592	9,949	11,719
股本	523	523	523	523	523
公积金	846	847	847	847	847
未分配利润	4,162	4,817	5,649	6,706	8,096
归属母公司权益	5,607	6,191	7,019	8,076	9,466
少数股东权益	1,106	1,193	1,573	1,873	2,253

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	25%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	1.05	1.10	0.68	0.66	0.81
每股经营现金流	2.39	-0.71	2.94	5.34	2.72
每股净资产	10.72	11.84	13.42	15.44	18.10
每股销售收入	76.10	83.70	94.87	86.13	105.19

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	18	17	14	14	12
PB	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	11.8	11.4	10.4	10.3	8.9
股息率	2.7%	2.8%	1.8%	1.7%	2.1%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼