

WW

老凤祥（600612）：展店营销步伐持续，双百行动激发活力

2020年08月31日

推荐/维持

老凤祥

公司报告

事件：公司发布《2020年半年度报告》，公司2020H1实现营收264.87亿元，同比下降5.76%；归母净利润7.41亿元，同比增长0.24%。

收入增长短期承压，逆势展店支撑未来长期向好。公司H1营收小幅下降（同比-5.76%），优于社零黄金珠宝类表现（同比-23.6%）。公司年Q1订货会销售创历史新高，但受疫情影响下游经销商销售压力提升，Q2营收环比下降17.19%。公司上半年净增银楼网点98家，新增网点超同期30家，展店步伐加快，截至20H1总网点累计达3991家。公司疫后主动出击，前往山东、安徽、江苏等地积极开展异地订货服务，推动疫后复苏。我们预计，展店步伐持续推进，叠加婚庆需求有望在下半年集中释放，公司下半年营收有望显著改善。

金价因素叠加创新产品推出，产品结构优化。公司顺应环境变化，响应文明餐桌的倡议，推出“银制公勺公筷”等产品，迎合消费需求创造新的业务增长点。产品结构优化叠加金价因素，珠宝业务毛利率10.8%（较同期+0.9pct.）。同时，公司积极创新营销模式，充分利用各种节日因素组织策划营销活动，利用云游博物馆、云直播等新形式提供全新体验，创新营销手段有利于提高宣传效率和增强品牌吸引力。产品创新以及新媒体营销推出拉升公司盈利能力，提升品牌影响力。

落实“双百行动”有望激发公司活力。公司选取三家子公司进行“双百行动”试点，疫情缓解后加速推进。试点工作的完成将为公司推广职业经理人制度、完善用人机制和薪酬分配制度奠定了基础。公司上半年，费用率保持基本稳定，管理销售费用率为2.45%（较同期-0.08pct.），费用控制较为良好。我们预计，“双百行动”落地激发公司活力，公司运营管理效率进一步提高。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,616.83	49,628.66	52,496.88	59,071.14	64,637.30
增长率（%）	9.98%	13.35%	5.78%	12.52%	9.42%
净利润（百万元）	1,204.54	1,408.01	1,438.83	1,658.56	1,835.82
增长率（%）	6.02%	16.89%	2.19%	15.27%	10.69%
净资产收益率（%）	19.46%	20.06%	17.31%	16.94%	16.06%
每股收益（元）	2.30	2.69	2.75	3.17	3.51
PE	23.58	20.17	19.74	17.13	15.47
PB	4.59	4.05	3.42	2.90	2.48

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司已发展成为中国珠宝首饰业龙头企业。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，主营业务涵盖三大产业。被评为“中国500最具价值品牌”、“亚洲品牌500强”以及“全球珠宝100强”等。

未来3-6个月重大事项提示：

暂无

发债及交叉持股介绍：

暂无

交易数据

52周股价区间（元）	62.08-35.37
总市值（亿元）	284.58
流通市值（亿元）	172.51
总股本/流通A股（万股）	52,312/31,711
流通B股/H股（万股）	20,601
52周日均换手率	0.72

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

盈利预测：公司是黄金珠宝龙头企业，品牌和渠道优势明显。我们预计公司 20/21/22 年实现收入 524.97/590.71/646.37 亿，增速 5.78%/12.52%/9.42%，同期实现归母净利 14.39/16.59/18.36 亿，同比增速 2.19%/15.27%/10.69%，EPS 为 2.75/3.17/3.51，对应 PE 为 19.74、17.13、15.47，维持“推荐”评级。

风险提示：新营销推进不及预期，金价大幅波动。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	14617	16405	16755	19242	20912	营业收入	43784	49629	52497	59071	64637
货币资金	4750	4320	4570	5142	5627	营业成本	40175	45427	48102	54156	59341
应收账款	443	372	462	481	548	营业税金及附加	191	170	179	202	221
其他应收款	32	34	36	40	44	营业费用	710	744	787	916	1002
预付款项	31	40	40	46	49	管理费用	470	490	525	591	646
存货	8901	11405	11367	13197	14242	财务费用	210	253	409	377	370
其他流动资产	1	2	1	2	2	研发费用	20	22	18	20	21
非流动资产合计	869	776	764	711	664	资产减值损失	-1.37	-4.41	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-115.10	99.68	-7.71	45.99	19.14
固定资产	346	332	292	252	212	投资净收益	93.63	-221.58	-63.98	-142.78	-103.38
无形资产	98	94	91	88	85	加：其他收益	120.36	75.51	97.94	86.72	92.33
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	2109	2462	2504	2804	3045
资产总计	15486	17181	17519	19953	21575	营业外收入	44.82	35.84	35.84	35.84	35.84
流动负债合计	6990	7700	6364	6900	6455	营业外支出	3.57	4.95	4.95	4.95	4.95
短期借款	4678	7055	5610	6120	5581	利润总额	2150	2493	2535	2834	3076
应付账款	629	523	644	670	764	所得税	586	663	674	754	818
预收款项	174	132	132	132	132	净利润	1564	1830	1861	2081	2258
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	359	422	422	422	422
非流动负债合计	1112	1140	1098	1098	1098	归属母公司净利润	1205	1408	1439	1659	1836
长期借款	1029	1047	1047	1047	1047	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	8102	8840	7462	7998	7553	成长能力					
少数股东权益	1193	1321	1743	2166	2588	营业收入增长	9.98%	13.35%	5.78%	12.52%	9.42%
实收资本（或股本）	523	523	523	523	523	营业利润增长	9.84%	16.78%	1.71%	11.95%	8.61%
资本公积	512	511	511	511	511	归属于母公司净利润增长	6.02%	16.89%	2.19%	15.27%	10.69%
未分配利润	4817	5653	6958	8445	10100	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6191	7020	8314	9790	11434	毛利率(%)	8.24%	8.47%	8.37%	8.32%	8.19%
负债和所有者权益	15486	17181	17519	19953	21575	净利率(%)	3.57%	3.69%	3.55%	3.52%	3.49%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	7.78%	8.20%	8.21%	8.31%	8.51%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19.46%	20.06%	17.31%	16.94%	16.06%
经营活动现金流	-371	-1254	2424	787	1749	偿债能力					
净利润	1564	1830	1861	2081	2258	资产负债率(%)	52%	51%	43%	40%	35%
折旧摊销	141.11	135.46	39.82	39.82	39.82	流动比率	2.09	2.13	2.63	2.79	3.24
财务费用	210	253	409	377	370	速动比率	0.82	0.65	0.85	0.88	1.03
应收账款减少	0	0	-91	-19	-67	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	3.03	3.04	3.03	3.15	3.11
投资活动现金流	-10	-336	-174	-176	-175	应收账款周转率	78	122	126	125	126
公允价值变动收益	-115	100	-8	46	19	应付账款周转率	68.89	86.20	89.96	89.89	90.12
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	94	-222	-64	-143	-103	每股收益(最新摊薄)	2.30	2.69	2.75	3.17	3.51
筹资活动现金流	767	1163	-2000	-38	-1090	每股净现金流(最新摊薄)	0.74	-0.82	0.48	1.09	0.93
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.84	13.42	15.89	18.71	21.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	23.58	20.17	19.74	17.13	15.47
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.59	4.05	3.42	2.90	2.48
现金净增加额	386	-428	250	572	485	EV/EBITDA	11.94	11.29	6.53	9.44	8.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	电商行业一季报总结：如何看三大平台的用户、物流与直播	2020-06-03
行业深度报告	【东兴商贸零售】电商代运营产业专题报告：电商流量筑基，品牌需求共振	2020-03-26
行业深度报告	商贸零售行业：日本零售行业牛股启示之一：“百元店”十倍股往事，消费终将回归低价和实用	2020-02-25
行业深度报告	零售行业海外对标系列之二：TJX把握时代脉络，灵活供应链管理构筑企业护城河	2020-01-17
专题报告	【东兴商贸零售】零售新业态探究之一：新零售的缘起、纷争及演变	2020-01-17
行业深度报告	零售行业海外对标系列报告：COSTCO 低价为矛，会员为盾，效率撬动业绩雪球	2019-12-17
行业事件点评报告	电商行业“不一样的财报解读”之 2019 年三季报：阿里很棒，京东有惊喜，拼多多也不差	2019-11-26
行业深度报告	“不一样的财报解读”系列之超市行业：竞争分化集中度加速提升，多业态全渠道趋势强化	2019-11-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526