开源证券

老凤祥（600612.SH）

2020 年 08 月 28 日

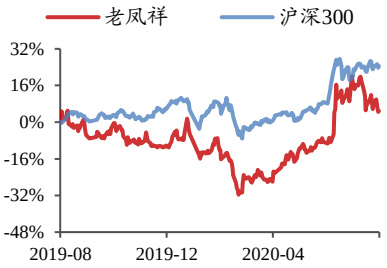
上半年经营稳健，进一步落实国企改革试点工作

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/27
当前股价(元)	54.30
一年最高最低(元)	68.01/35.65
总市值(亿元)	284.05
流通市值(亿元)	172.19
总股本(亿股)	5.23
流通股本(亿股)	3.17
近 3 个月换手率(%)	49.15

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-黄金珠宝龙头，品类优化+门店扩张驱动长期发展》-2020.6.15

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

● 公司 2020 年二季度经营稳健

公司发布半年报：2020H1 实现营收 264.9 亿元（-5.8%），归母净利润 7.41 亿元（+0.2%）；其中 Q2 营收 120.0 亿元（-8.4%），归母净利润 3.69 亿元（+1.1%），经营保持稳健。我们认为，金价上涨刺激加盟商开店及备货需求，公司业绩有望稳健增长，同时公司积极推进国企改革，经营效率有望进一步提升。我们维持此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 14.80/17.26/19.85 亿元，对应 EPS 为 2.83/3.30/3.79 元，当前股价对应 PE 为 19/17/14 倍，维持“买入”评级。

● 黄金珠宝业务毛利率继续提升，费用率整体改善

2020H1 公司综合毛利率为 8.38%（+0.15pct）;其中受疫情影响，公司黄金珠宝业务实现收入 179.5 亿元（-15.2%），毛利率为 10.77%（+0.91pct），保持稳健提升。费用方面，2020Q2 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.31%（-0.39pct）/0.89%（+0.06pct）/0.57%（+0.12pct）,销售费用率改善的主要原因为子公司装修费、广告费减少。2020H1 公司实现投资收益 0.09 亿元（2019 年同期为-0.31 亿元），投资收益增长系公司交易性金融负债产生亏损同比减少 0.34 亿元，主要与 2020 年黄金价格大幅上涨有关。2020H1 公司经营净现金流为 43.8 亿元（+85.8%），现金流表现亮眼的主要原因为公司在疫情中减少部分采购。

● 线下展店提速，继续落实国企改革试点工作

2020H1 公司新开/净开门店 151/98 家（2019 年同期净开 68 家），疫情中展店提速，门店总数达到 3991 家，其中国内加盟/国外加盟/直营店分别净增 99/0/-1 家。自年初至 8 月 27 日，伦敦金现价格累计上涨 27%，黄金价格的大幅上涨将刺激加盟商开店及备货需求，有望带动公司业绩持续增长。报告期内，公司选取了三家子公司于 2020 年起进行试点，落实“双百行动”，并于 4 月完成了所有选聘和签约工作。试点工作的完成为公司今后推广实施职业经理人制度、健全考核激励机制奠定了基础，经营效率有望进一步提升。

风险提示：金价波动风险、黄金珠宝终端销售回暖乏力、渠道扩张不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43,784	49,629	52,716	59,052	66,299
YOY(%)	10.0	13.3	6.2	12.0	12.3
归母净利润(百万元)	1,205	1,408	1,480	1,726	1,985
YOY(%)	6.0	16.9	5.1	16.6	15.0
毛利率(%)	8.2	8.5	8.5	8.5	8.6
净利率(%)	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0
ROE(%)	21.2	21.9	19.9	19.8	19.3
EPS(摊薄/元)	2.30	2.69	2.83	3.30	3.79
P/E(倍)	23.6	20.2	19.2	16.5	14.3
P/B(倍)	4.6	4.0	3.6	3.1	2.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14617	16405	23292	28214	29501
现金	4750	4320	11954	13391	15034
应收票据及应收账款	788	372	860	520	1029
其他应收款	36	34	41	43	51
预付账款	31	40	36	50	46
存货	8901	11405	10168	13977	13108
其他流动资产	111	233	233	233	233
非流动资产	869	776	759	781	799
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	346	332	335	365	393
无形资产	98	94	81	72	64
其他非流动资产	425	350	342	343	342
资产总计	15486	17181	24050	28994	30300
流动负债	6990	7700	13474	16947	16457
短期借款	4678	7055	12332	15821	15000
应付票据及应付账款	629	523	700	669	867
其他流动负债	1683	122	442	457	590
非流动负债	1112	1140	917	724	528
长期借款	1029	1047	823	631	435
其他非流动负债	82	93	93	93	93
负债合计	8102	8840	14391	17671	16986
少数股东权益	1193	1321	1761	2274	2865
股本	523	523	523	523	523
资本公积	512	511	511	511	511
留存收益	5153	5988	7004	8203	9593
归属母公司股东权益	6191	7020	7898	9049	10450
负债和股东权益	15486	17181	24050	28994	30300

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-371	-1254	3413	-828	3737
净利润	1564	1830	1920	2240	2575
折旧摊销	85	77	62	44	47
财务费用	210	253	295	295	331
投资损失	-94	222	200	200	200
营运资金变动	-2275	-3671	1036	-3506	683
其他经营现金流	139	35	-100	-100	-100
投资活动现金流	-10	-336	-145	-166	-166
资本支出	52	33	45	66	66
长期投资	-52	-317	0	0	0
其他投资现金流	-10	-621	-100	-100	-100
筹资活动现金流	767	1163	-910	-1058	-1107
短期借款	756	2377	0	0	0
长期借款	1029	17	-223	-192	-196
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-1020	-1231	-687	-866	-911
现金净增加额	387	-429	2357	-2052	2464

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	43784	49629	52716	59052	66299
营业成本	40175	45427	48261	54015	60592
营业税金及附加	191	170	180	202	226
营业费用	710	744	896	974	1081
管理费用	470	490	527	579	630
研发费用	20	22	32	35	40
财务费用	210	253	295	295	331
资产减值损失	-1	-4	0	0	0
其他收益	120	76	100	100	100
公允价值变动收益	-115	100	100	100	100
投资净收益	94	-222	-200	-200	-200
资产处置收益	0	3	0	0	0
营业利润	2109	2462	2524	2951	3399
营业外收入	45	36	40	40	40
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	2150	2493	2560	2986	3434
所得税	586	663	640	747	858
净利润	1564	1830	1920	2240	2575
少数股东损益	359	422	440	513	590
归母净利润	1205	1408	1480	1726	1985
EBITDA	2444	2937	2996	3527	4006
EPS(元)	2.30	2.69	2.83	3.30	3.79

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	10.0	13.3	6.2	12.0	12.3
营业利润(%)	9.8	16.8	2.5	16.9	15.2
归属于母公司净利润(%)	6.0	16.9	5.1	16.6	15.0
获利能力					
毛利率(%)	8.2	8.5	8.5	8.5	8.6
净利率(%)	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0
ROE(%)	21.2	21.9	19.9	19.8	19.3
ROIC(%)	14.4	13.8	10.3	10.1	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.3	51.5	59.8	60.9	56.1
净负债比率(%)	13.5	46.0	15.1	29.4	5.0
流动比率	2.1	2.1	1.7	1.7	1.8
速动比率	0.8	0.6	1.0	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	3.0	3.0	2.6	2.2	2.2
应收账款周转率	59.6	85.6	85.6	85.6	85.6
应付账款周转率	63.2	78.9	78.9	78.9	78.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.30	2.69	2.83	3.30	3.79
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.71	-2.40	6.52	-1.58	7.14
每股净资产(最新摊薄)	11.84	13.42	15.10	17.30	19.98
估值比率					
P/E	23.6	20.2	19.2	16.5	14.3
P/B	4.6	4.0	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.5	11.3	10.5	9.6	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn