

## 公司研究

## 一季报业绩略超预期，双百行动改革任务顺利完成

## ——老凤祥（600612.SH）2020年年报及2021年一季报点评

## 要点

## 2020年归母净利润同比增长12.64%，1Q2021归母净利润同比增长74.46%

公司公布2020年年报及2021年一季报：2020年实现营业收入517.22亿元，同比增长4.22%；实现归母净利润15.86亿元，折合成全面摊薄EPS为3.03元，同比增长12.64%；实现扣非归母净利润15.14亿元，同比增长15.17%。

1Q2021实现营业收入171.98亿元，同比增长18.70%；实现归母净利润6.48亿元，折合成全面摊薄EPS为1.24元，同比增长74.46%；实现扣非归母净利润4.34亿元，同比增长12.97%。

## 公司1Q2021综合毛利率下降0.53个百分点，期间费用率下降0.35个百分点

2020年公司综合毛利率为8.18%，同比下降0.28个百分点。1Q2021公司综合毛利率为7.64%，同比下降0.53个百分点。

2020年公司期间费用率为2.75%，同比下降0.28个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为1.33%/0.83%/0.56%/0.04%，同比分别变化-0.17/-0.16/+0.05/-0.01个百分点。1Q2021公司期间费用率为2.77%，同比下降0.35个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为1.60%/0.65%/0.49%/0.03%，同比分别变化-0.34/+0.01/-0.03/+0.01个百分点。

## 渠道规模逆疫情扩张，推陈出新优化产品结构

截至2020年末，老凤祥共计拥有营销网点达到4450家（含海外银楼19家），全年净增557家。2020年老凤祥产品更新率达到25%以上，新产品销售额101亿。公司成为“第十届花博会”首批特许经营商，开发了贵金属、珠宝、眼镜、钟表、工艺品和文具等55款特许产品并实现首发上市。全年新增国内注册商标10件、美国注册商标1件，目前共有国内注册商标94件，境外注册商标67件。在国企改革方面，公司已完成7项“双百行动”改革任务，启动推进2项。

## 上调盈利预测，维持“买入”评级

公司2021年一季度业绩略超预期，产品结构优化有利于增厚收入，我们上调对公司2021/2022年EPS的预测4%/2%至3.63/3.98元，新增对2023年预测4.34元。老凤祥在国企改革方面推进顺利，有利于提升公司发展内生动力，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。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	49,629	51,722	58,848	63,096	67,663
营业收入增长率	13.35%	4.22%	13.78%	7.22%	7.24%
净利润（百万元）	1,408	1,586	1,898	2,081	2,272
净利润增长率	16.89%	12.64%	19.68%	9.64%	9.19%
EPS（元）	2.69	3.03	3.63	3.98	4.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.06%	19.91%	20.62%	19.35%	18.27%
P/E	21	19	16	15	13
P/B	4.3	3.8	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-27

## 买入（维持）

当前价：57.72元

## 作者

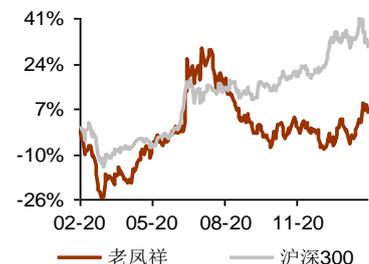
分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA  
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001  
021-52523866  
tangjiarui@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.23
总市值(亿元)	301.94
一年最低/最高(元)	38.81/68.01
近3月换手率	22.62%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.20	27.16	41.79
绝对	7.47	27.42	42.05

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩超预期，三大因素带动四季度高增长——老凤祥（600612.SH）2020年业绩快报点评（2021-03-04）

业绩符合预期，或受益于行业景气度提升——老凤祥（600612.SH）2020年三季报点评（2020-10-27）

一季报业绩略超预期，业绩表现超行业水平——老凤祥（600612.SH）2021年一季报及2020年一季报点评（2020-04-27）

图表 1: 2020 公司主营收入毛利率分业态情况

行业	主营业务收入		毛利率	
	本期 (亿元)	同比变动	本期	同比变动(个百分点)
笔类	2.43	-20.68%	32.66%	减少 5.79 个百分点
物业管理	0.02	-2.58%	100.00%	
化工原料	0.18	9.59%	19.82%	减少 6.42 个百分点
珠宝首饰	380.79	2.63%	10.14%	减少 0.14 个百分点
黄金交易	130.15	19.86%	1.26%	增加 0.07 个百分点
工艺品销售	0.84	-18.67%	19.73%	减少 0.89 个百分点
拍卖佣金	0.07	10.29%	100.00%	
商贸	1.36	-4.83%	1.72%	减少 0.54 个百分点
<b>合计</b>	<b>515.84</b>	<b>6.27%</b>	<b>8.02%</b>	<b>减少 0.43 个百分点</b>

资料来源: 公司公告

图表 2: 2020 年公司主营收入分区域情况

分地区	营业收入(亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
境内销售	512.54	471.86	7.94%	6.69%	减少 0.38 个百分点
境外销售	3.30	2.62	20.64%	-34.06%	增加 0.17 个百分点
<b>合计</b>	<b>515.84</b>	<b>474.47</b>	<b>8.02%</b>	<b>6.27%</b>	<b>减少 0.43 个百分点</b>

资料来源: 公司公告

图表 3: 公司 1Q2021 归母净利润同比增长 74.46%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
4Q2018	21673.77	-9.44	0.41	12983.27	-28.89	0.25	8690.50
1Q2019	37379.70	11.94	0.71	34792.77	8.98	0.67	2586.93
2Q2019	36531.80	15.62	0.70	37562.73	21.48	0.72	-1030.93
3Q2019	42663.74	26.26	0.82	40173.97	23.87	0.77	2489.76
4Q2019	24225.83	11.77	0.46	18893.32	45.52	0.36	5332.50
1Q2020	37169.74	-0.56	0.71	38388.20	10.33	0.73	-1218.45
2Q2020	36915.77	1.05	0.71	36306.46	-3.34	0.69	609.31
3Q2020	49172.86	15.26	0.94	48735.96	21.31	0.93	436.89
4Q2020	35343.43	45.89	0.68	27930.84	47.83	0.53	7412.59
1Q2021	64847.11	74.46	1.24	43366.03	12.97	0.83	21481.07
TTM	186279.16	32.50	3.56	156339.29	15.79	2.99	29939.87

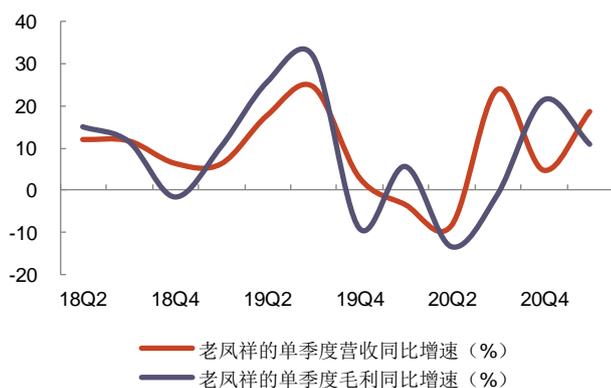
资料来源: 公司公告

图表 4: 公司 1Q2021 净利率较上年同期上升 1.21 个百分点 (收入及毛利率未做追溯调整)

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
4Q2018	727962.08	6.38	9.50	-0.76	4.48	2.98	-0.52
1Q2019	1500542.02	6.23	7.46	0.28	2.92	2.49	0.13
2Q2019	1309961.00	17.76	9.11	0.58	3.03	2.79	-0.05
3Q2019	1402377.29	24.59	8.97	0.49	2.91	3.04	0.04
4Q2019	749985.50	3.03	8.41	-1.10	3.53	3.23	0.25
1Q2020	1448858.40	-3.44	8.17	0.71	3.13	2.57	0.07
2Q2020	1199843.17	-8.41	8.63	-0.48	2.81	3.08	0.29
3Q2020	1737959.03	23.93	7.18	-1.80	2.02	2.83	-0.21
4Q2020	785489.83	4.73	9.75	1.35	3.61	4.50	1.27
1Q2021	1719794.02	18.70	7.64	-0.53	2.77	3.77	1.21
TTM	5443086.04	10.83	8.02	-0.67	2.66	3.42	0.56

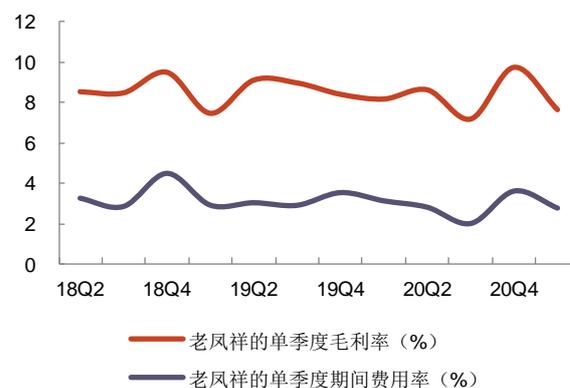
资料来源: 公司公告

图表 5: 公司单季度营收和毛利增速 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

图表 6: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2018Q2-2021Q1)



资料来源: 公司公告

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	49,629	51,722	58,848	63,096	67,663
营业成本	45,427	47,489	54,104	58,018	62,174
折旧和摊销	47	45	49	53	58
税金及附加	170	142	294	315	338
销售费用	744	688	806	833	927
管理费用	490	427	588	631	677
研发费用	22	20	29	32	34
财务费用	253	289	310	302	266
投资收益	-222	24	0	0	0
营业利润	2,462	2,797	2,821	3,092	3,383
利润总额	2,493	2,794	2,851	3,122	3,403
所得税	663	722	713	780	851
净利润	1,830	2,072	2,138	2,341	2,552
少数股东损益	422	486	240	260	280
归属母公司净利润	1,408	1,586	1,898	2,081	2,272
EPS(元)	2.69	3.03	3.63	3.98	4.34

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-1,254	2,348	1,710	2,078	2,232
净利润	1,408	1,586	1,898	2,081	2,272
折旧摊销	47	45	49	53	58
净营运资金增加	3,293	-67	1,452	1,001	1,055
其他	-6,001	784	-1,689	-1,058	-1,153
投资活动产生现金流	-336	133	-137	-80	-80
净资本支出	-27	225	-80	-80	-80
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-310	-92	-57	0	0
融资活动现金流	1,163	-1,207	-1,881	-1,615	-1,741
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,394	32	-915	-779	-891
无息负债变化	-1,656	1,277	-395	294	326
净现金流	-429	1,284	-308	382	411

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	8.5%	8.2%	8.1%	8.0%	8.1%
EBITDA 率	5.9%	6.2%	5.4%	5.5%	5.5%
EBIT 率	5.8%	6.0%	5.4%	5.4%	5.4%
税前净利润率	5.0%	5.4%	4.8%	4.9%	5.0%
归母净利润率	2.8%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%
ROA	10.7%	10.6%	10.8%	11.1%	11.4%
ROE (摊薄)	20.1%	19.9%	20.6%	19.4%	18.3%
经营性 ROIC	13.0%	14.4%	13.4%	13.6%	13.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51%	52%	45%	40%	35%
流动比率	2.13	2.04	2.38	2.72	3.14
速动比率	0.65	0.75	0.88	1.00	1.15
归母权益/有息债务	0.87	0.98	1.28	1.67	2.24
有形资产/有息债务	2.10	2.38	2.72	3.25	4.03

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	17,181	19,563	19,736	21,057	22,460
货币资金	4,320	5,605	5,296	5,679	6,090
交易性金融资产	232	295	200	200	200
应收帐款	372	150	410	439	471
应收票据	0	0	35	38	41
其他应收款 (合计)	34	25	0	0	0
存货	11,405	11,882	11,893	12,797	13,734
其他流动资产	2	738	738	738	738
流动资产合计	16,405	18,752	18,844	20,139	21,519
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	332	359	389	415	436
在建工程	15	18	19	21	21
无形资产	94	89	85	81	77
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	143	143	143
非流动资产合计	776	812	892	919	941
总负债	8,840	10,149	8,839	8,354	7,789
短期借款	7,055	6,251	6,318	5,539	4,649
应付账款	523	480	541	534	573
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	132	5	235	252	271
其他流动负债	0	46	402	615	843
流动负债合计	7,700	9,170	7,902	7,417	6,852
长期借款	1,047	900	900	900	900
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	37	37	37	37
非流动负债合计	1,140	979	937	937	937
股东权益	8,341	9,414	10,897	12,704	14,671
股本	523	523	523	523	523
公积金	846	803	803	803	803
未分配利润	5,653	6,637	7,882	9,428	11,115
归属母公司权益	7,020	7,965	9,207	10,754	12,441
少数股东权益	1,321	1,450	1,690	1,950	2,230

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.50%	1.33%	1.37%	1.32%	1.37%
管理费用率	0.99%	0.83%	1.00%	1.00%	1.00%
财务费用率	0.51%	0.56%	0.53%	0.48%	0.39%
研发费用率	0.04%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%
所得税率	27%	26%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.15	1.25	1.02	1.12	1.22
每股经营现金流	-2.40	4.49	3.27	3.97	4.27
每股净资产	13.42	15.23	17.60	20.56	23.78
每股销售收入	94.87	98.87	112.50	120.62	129.35

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	21	19	16	15	13
PB	4.3	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	14.0	12.5	12.6	11.6	10.7
股息率	2.0%	2.2%	1.8%	1.9%	2.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE