

老凤祥 (600612)

证券研究报告

2021年04月29日

20Q4 归母净利润同增 46%，21Q1 增长超 7 成，后疫情+春节双驱动，业绩增长进一步提速

事件：公司同时发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年实现营业收入 517.22 亿元，同增 4.22%，实现归母净利润 15.86 亿元，同增 12.64%。基本每股收益 3.03 元/股，同增 12.64%。2021Q1 实现营业收入 171.98 亿元，同比 18.70%；归母净利润 6.48 亿元，同比 74.46%。

下半年来增速持续上升，2021Q1 增速超 7 成。20Q1-21Q1 季度公司的营业收入分别为 144.89/119.98/173.80/78.55/171.98 亿，同比分别变动为 -3.44%/-8.41%/+23.93%/+4.73%/+18.70%。20Q1-21Q 公司的归母净利润 3.72/3.69/4.92/3.53/6.48 亿元，同比分别变动 -0.56%/+1.05%/+15.26%/+45.89%/+74.46%。2020 年下半年疫情趋缓后公司业绩逐季向好，第四季度归母净利润增速近 5 成；21Q1 归母净利润增速超 7 成。

2020 年公司主营业务收入为 515.84 亿元，同比 6.27%。①分行业：2020 年公司笔类业务收入 2.43 亿元，占比 0.47%，同比-20.68%；物业管理收入 0.02 亿元，占比 0.004%，同比-2.58%；化工原料收入 0.18 亿元，占比 0.03%，同比 9.59%；珠宝首饰收入 380.79 亿元，占比 73.82%，同比 2.63%；黄金交易收入 130.15 亿元，占比 25.23%，同比 19.86%；工艺品销售收入 0.84 亿元，占比 0.16%，同比-18.67%；拍卖佣金收入 0.07 亿元，占比 0.01%，同比 10.29%；商贸收入 1.36 亿元，占比 0.26%，同比 -4.83%。

利润端：① 2020 年公司主营业务毛利率 8.02%，同比-0.43pct；2020 年公司净利 20.72 亿元，同比 13.22%，净利率 4.01%。分产品：其中笔类业务毛利率 32.66%，同比-5.79pct；珠宝首饰毛利率 10.14%，同比-0.14pct；黄金交易毛利率 1.26%，同比 0.07pct；工艺品销售毛利率 19.73%，同比 -0.89pct；商贸毛利率 1.72%，同比-0.54pct；②21Q1 公司净利 7.97 亿元，同比 63.78%，净利率 4.64%。

截止 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。其中自营银楼（网点）180 家（含海外 18 家），连锁加盟店 4270 家，净增加 561 家，渠道扩展展现出良好的恢复能力。其中 2017-2020 年公司网点数分别为 3174、3521、3893、4450 家；单店收入依次为 1254.26 万元/店、1243.52 万元/店、1274.82 万元/店、1162.28 万元/店。

公司为黄金行业龙头，品牌历史悠久构建高壁垒，疫情下展现出良好的抗风险能力和恢复能力，渠道铺设迅速贡献外延增量，国有企业改革有望落地，当前公司估值较低。预计公司 21-22 年实现归母净利润 17.3/20.3 亿元，对应 PE 为 17×/15×。维持“买入”评级。

风险提示：疫情恢复不及预期，经营不及预期，黄金等价格波动、开店不及预期

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	58.1 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	317.11
流通 A 股股本(百万股)	317.11
A 股总市值(百万元)	18,424.07
流通 A 股市值(百万元)	18,424.07
每股净资产(元)	16.48
资产负债率(%)	53.20
一年内最高/最低(元)	68.01/40.88

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

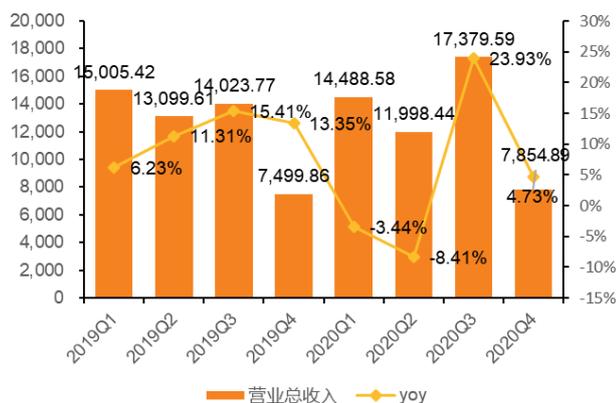
相关报告

- 《老凤祥-公司点评:公司后疫情时代业绩逐季向好，渠道拓展呈现良好恢复能力》2021-03-04
- 《老凤祥-季报点评:20Q3 业绩+15.26%环比提速，前三季度净增门店 231 家领跑行业》2020-11-01
- 《老凤祥-半年报点评:20H1 金价上涨带动公司盈利稳健增长，疫情期间门店保持逆势扩张》2020-08-31

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,628.66	51,721.50	58,884.41	66,539.38	75,189.50
增长率(%)	13.35	4.22	13.85	13.00	13.00
EBITDA(百万元)	2,728.52	2,997.88	3,211.28	3,667.38	4,203.16
净利润(百万元)	1,408.01	1,586.02	1,732.61	2,029.53	2,343.78
增长率(%)	16.89	12.64	9.24	17.14	15.48
EPS(元/股)	2.69	3.03	3.31	3.88	4.48
市盈率(P/E)	21.44	19.04	17.43	14.88	12.88
市净率(P/B)	4.30	3.79	3.26	2.76	2.38
市销率(P/S)	0.61	0.58	0.51	0.45	0.40
EV/EBITDA	10.79	9.02	9.91	8.56	7.61

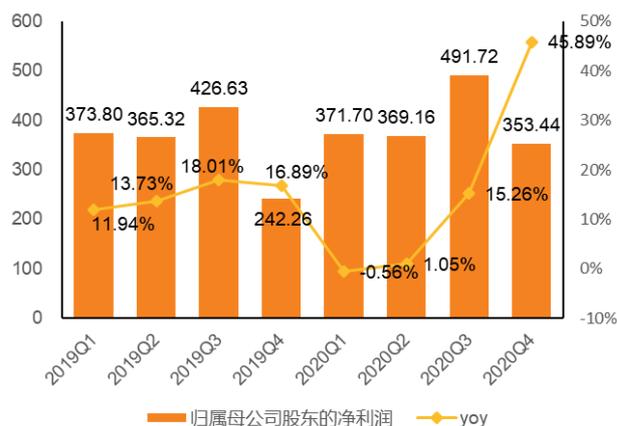
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：2019-2020 公司各季度营收(单位：百万元)



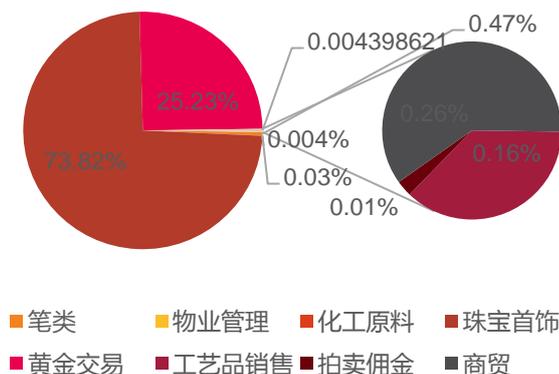
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2019-2020 公司各季度归母净利润 (单位：百万元)



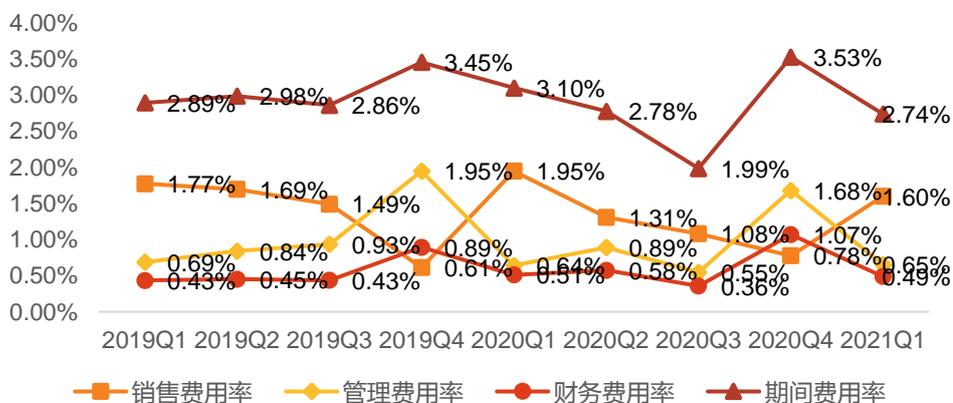
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2020 年按行业收入拆分



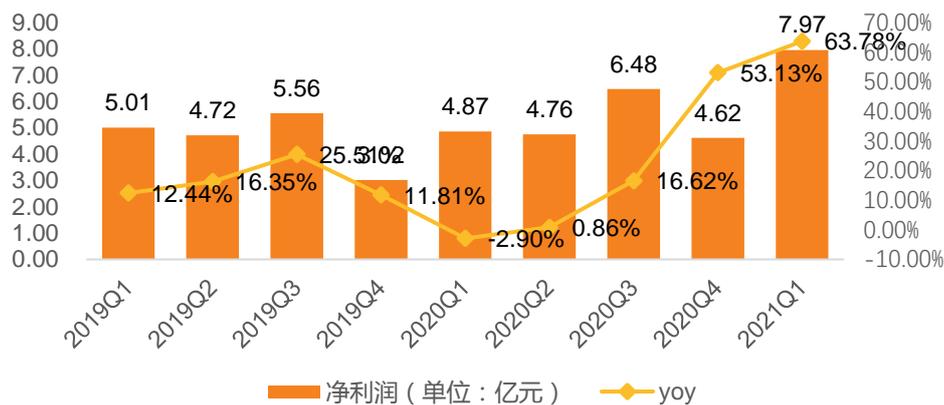
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司费用率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司净利润变化



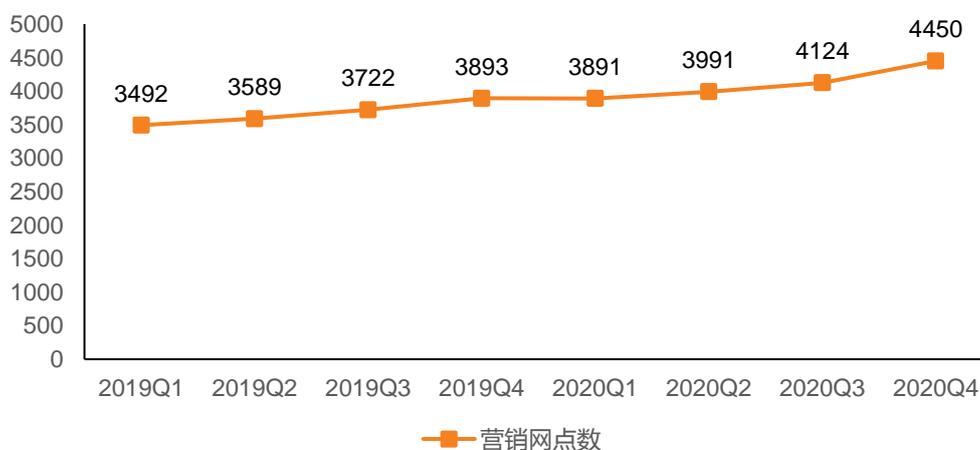
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：陈数为老凤祥新代言人



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 7：各期末公司营销网点数（单位：家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,320.19	5,604.79	4,710.75	5,323.15	6,015.16
应收票据及应收账款	371.71	150.10	(1,088.14)	(1,229.59)	(1,389.44)
预付账款	40.36	56.18	40.20	73.17	50.85
存货	11,405.03	11,882.15	12,992.48	14,447.14	17,224.03
其他	267.82	1,058.46	629.89	723.04	645.09
流动资产合计	16,405.11	18,751.67	17,285.19	19,336.90	22,545.68
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	331.85	359.09	372.06	402.04	429.24
在建工程	14.89	17.78	46.67	76.00	75.60
无形资产	93.62	89.24	84.70	80.16	75.61
其他	335.53	345.48	314.31	297.47	296.66
非流动资产合计	775.89	811.60	817.73	855.67	877.11
资产总计	17,181.00	19,563.27	18,102.92	20,192.57	23,422.79
短期借款	7,055.37	6,250.58	4,511.19	3,915.44	4,634.98
应付票据及应付账款	522.92	480.49	823.33	629.52	1,073.21
其他	121.77	2,438.62	1,442.70	2,060.77	1,661.64
流动负债合计	7,700.06	9,169.69	6,777.22	6,605.73	7,369.82
长期借款	1,046.72	900.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	93.23	79.15	85.78	83.29	84.68
非流动负债合计	1,139.95	979.15	85.78	83.29	84.68
负债合计	8,840.01	10,148.84	6,863.00	6,689.03	7,454.50
少数股东权益	1,321.02	1,449.54	1,965.25	2,567.79	3,256.09
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12
资本公积	511.16	467.41	467.41	467.41	467.41
留存收益	6,499.24	7,439.92	8,751.55	10,412.63	12,189.08
其他	(513.54)	(465.55)	(467.41)	(467.41)	(467.41)
股东权益合计	8,340.99	9,414.43	11,239.92	13,503.54	15,968.29
负债和股东权益总计	17,181.00	19,563.27	18,102.92	20,192.57	23,422.79

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,830.28	2,072.33	1,732.61	2,029.53	2,343.78
折旧摊销	76.52	68.34	22.69	25.23	27.75
财务费用	324.61	266.40	196.27	126.98	122.19
投资损失	221.58	(23.57)	34.80	34.80	34.80
营运资金变动	(4,138.77)	342.10	364.64	(1,183.89)	(2,395.27)
其它	431.81	(377.85)	341.24	663.46	738.90
经营活动现金流	(1,253.97)	2,347.75	2,692.25	1,696.11	872.15
资本支出	13.57	84.44	53.37	82.48	48.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(349.95)	48.12	173.71	(206.95)	(104.26)
投资活动现金流	(336.38)	132.56	227.08	(124.47)	(55.64)
债权融资	8,102.09	8,133.60	4,948.08	4,497.97	5,084.01
股权融资	(259.71)	(328.87)	(198.11)	(126.96)	(122.17)
其他	(6,679.84)	(9,012.12)	(8,563.33)	(5,330.25)	(5,086.34)
筹资活动现金流	1,162.54	(1,207.40)	(3,813.36)	(959.24)	(124.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(427.80)	1,272.91	(894.03)	612.40	692.01

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	49,628.66	51,721.50	58,884.41	66,539.38	75,189.50
营业成本	45,426.82	47,488.53	53,938.12	61,093.69	69,035.87
营业税金及附加	169.51	141.76	189.66	210.00	247.70
营业费用	743.55	687.79	794.94	984.78	1,097.77
管理费用	489.52	427.12	512.29	598.85	601.52
研发费用	22.17	20.01	47.11	26.62	30.08
财务费用	252.79	289.39	196.27	126.98	122.19
资产减值损失	(4.41)	(4.95)	(4.31)	(4.28)	(4.06)
公允价值变动收益	99.68	(51.55)	(183.22)	47.23	29.58
投资净收益	(221.58)	23.57	(34.80)	(34.80)	(34.80)
其他	188.34	(97.30)	436.02	(24.87)	10.43
营业利润	2,462.27	2,797.14	2,992.32	3,515.17	4,053.22
营业外收入	35.84	12.90	26.64	23.58	27.13
营业外支出	4.95	15.62	9.54	11.07	9.55
利润总额	2,493.17	2,794.42	3,009.42	3,527.68	4,070.80
所得税	662.89	722.09	752.36	881.92	1,017.70
净利润	1,830.28	2,072.33	2,257.07	2,645.76	3,053.10
少数股东损益	422.27	486.31	524.46	616.23	709.32
归属于母公司净利润	1,408.01	1,586.02	1,732.61	2,029.53	2,343.78
每股收益(元)	2.69	3.03	3.31	3.88	4.48

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	13.35%	4.22%	13.85%	13.00%	13.00%
营业利润	16.78%	13.60%	6.98%	17.47%	15.31%
归属于母公司净利润	16.89%	12.64%	9.24%	17.14%	15.48%
获利能力					
毛利率	8.47%	8.18%	8.40%	8.18%	8.18%
净利率	2.84%	3.07%	2.94%	3.05%	3.12%
ROE	20.06%	19.91%	18.68%	18.56%	18.44%
ROIC	25.47%	19.81%	21.16%	25.02%	25.82%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51.45%	51.88%	37.91%	33.13%	31.83%
净负债率	45.34%	26.86%	2.11%	-6.11%	-5.83%
流动比率	2.13	2.04	2.55	2.93	3.06
速动比率	0.65	0.75	0.63	0.74	0.72

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	85.62	198.24	-125.55	-57.42	-57.42
存货周转率	4.89	4.44	4.73	4.85	4.75
总资产周转率	3.04	2.82	3.13	3.48	3.45

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.69	3.03	3.31	3.88	4.48
每股经营现金流	-2.40	4.49	5.15	3.24	1.67
每股净资产	13.42	15.23	17.73	20.90	24.30

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	21.44	19.04	17.43	14.88	12.88
市净率	4.30	3.79	3.26	2.76	2.38
EV/EBITDA	10.79	9.02	9.91	8.56	7.61
EV/EBIT	10.98	9.16	9.98	8.62	7.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com