

20 年渠道逆势快速扩张，行业复苏下龙头有望呈现更大业绩弹性



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 20 年公司营业收入和净利润分别同比增长 4.22% 和 12.64%，扣非后净利润增长 15.17%，20Q4 公司营业收入和净利润分别同比增长 4.73% 与 45.89%，疫情影响下全年公司逆势实现正增长。21Q1 公司营业收入和净利润分别同比增长 18.7% 和 74.46%（对比 19Q1 增长 14.61% 与 73.48%），主要由于拆迁补偿带来的一次性收益，扣非后净利润同比增长 12.97%（对比 19Q1 增长 24.64%）。年报公司拟每股派发红利 1.25 元。
- 20 年公司珠宝首饰业务收入增长 2.63%，核心主业保持稳健增速，全年新增网点 557 个至 4450 家，开店速度逆势加快，预计 21 年仍能保持相对较快的拓店速度；黄金交易收入增长 19.86%。20 年公司综合毛利率同比小幅下降 0.28pct，其中珠宝首饰业务毛利率同比小幅下降 0.14pct；期间费用率控制较好，同比下降 0.28pct；20 年经营活动净现金流净流入 23.48 亿元，21Q1 经营活动净现金流净流入 29.34 亿元，一季度末公司应收账款同比下降 46.27%，存货同比增加 3.35%。
- 金价调整、行业需求复苏对公司销售增长起到了明显的拉动，21 年一季度国内限额以上零售企业金银珠宝零售同比增长 93.4%，今年春节和五一订货会预计公司仍然保持了较快的增长。另外在 20 年疫情背景下公司线下门店的逆势大幅扩张，也为今年收入和业绩的增长提供了有力保障。
- 后疫情时代行业加快向头部品牌靠拢，国改进一步为公司经营增添活力。作为本土最大的老字号黄金珠宝品牌，老凤祥多年深耕低线市场积累的经销商与渠道资源，以及销售规模优势有望在行业企稳后赢得更大的渠道与市场空间。“双百计划”公司先后推动主要经营实体老凤祥有限完成引入央企国新控股，下属部分子公司完成股权结构调整与职业经理人选聘。预计未来在国改大方向上，公司将进一步放开手脚，通过改革释放动力，上市公司层面激励机制的完善与覆盖面的扩大预计也会提上日程，公司在行业中强者愈强的发展态势仍将延续。

财务预测与投资建议

- 根据年报和一季报，同时考虑拆迁补偿款的确认，我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 3.92 元、4.08 元和 4.69 元（原预测 21-22 年每股收益为 3.28 元和 3.74 元，若扣除拆迁一次性收益 2.2 亿元，21 年为 3.68 元），参考可比公司平均估值，给予公司 21 年 19 倍 PE，对应目标价 69.92 元（扣除拆迁一次性收益 2.2 亿元），维持公司“买入”评级。

风险提示：黄金、铂金、钻石等原材料价格的大幅波动、宏观经济下行带来的零售压力、国企改革进步不及预期等。

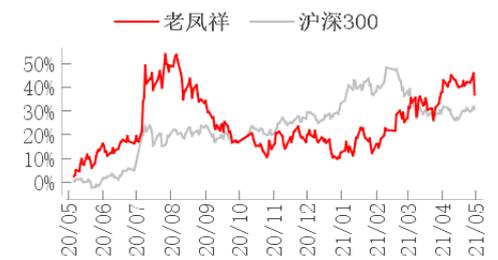
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,629	51,722	59,318	66,818	74,886
同比增长(%)	13.3%	4.2%	14.7%	12.6%	12.1%
营业利润(百万元)	2,462	2,797	3,595	3,744	4,304
同比增长(%)	16.8%	13.6%	28.5%	4.2%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,408	1,586	2,051	2,136	2,455
同比增长(%)	16.9%	12.6%	29.3%	4.2%	14.9%
每股收益(元)	2.69	3.03	3.92	4.08	4.69
毛利率(%)	8.5%	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%
净利率(%)	2.8%	3.1%	3.5%	3.2%	3.3%
净资产收益率(%)	21.3%	21.2%	23.7%	21.4%	21.7%
市盈率	21.9	19.4	15.0	14.4	12.5
市净率	4.4	3.9	3.3	2.9	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	55.23 元
目标价格	69.92 元
52 周最高价/最低价	66.73/40.28 元
总股本/流通 A 股(万股)	52,312/52,312
A 股市值(百万元)	28,892
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2021 年 05 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.71	0.99	21.09	36.98
相对表现	-2.49	0.47	19.53	20.42
沪深 300	-1.22	0.52	1.56	16.56



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

证券分析师 赵越峰
021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

联系人 朱炎
021-63325888*6107
zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

高基数下 Q3 仍实现快速增长，渠道继续逆势扩张 2020-10-28

上半年渠道逆势扩张，全年收入盈利有望保持正增长 2020-08-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

根据年报和一季报，同时考虑拆迁补偿款的确认，我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 3.92 元、4.08 元和 4.69 元（原预测 21-22 年每股收益为 3.28 元和 3.74 元，若扣除拆迁一次性收益 2.2 亿元，21 年为 3.68 元），参考可比公司平均估值，给予公司 21 年 19 倍 PE，对应目标价 69.92 元（扣除拆迁一次性收益 2.2 亿元），维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截止 2021 年 4 月 30 日）

公司名称	公司代码	每股收益				市盈率			
		2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
周大生	002867	1.36	1.39	1.77	2.11	23	22	17	15
飞亚达	000026	0.50	0.68	0.98	1.25	34	25	17	13
潮宏基	002345	0.09	0.15	0.22	0.25	55	32	23	20
山东黄金	600547	0.29	0.50	0.59	0.65	67	38	33	30
赤峰黄金	600988	0.11	0.47	0.87	1.46	134	32	17	10
周生生	0116.HK	0.95	0.80	1.34	1.67	10	11	10	8
周大福	1929.HK	0.29	0.46	0.56	0.64	19	28	23	20
调整后平均								19	16

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,320	5,605	5,932	6,682	7,489	营业收入	49,629	51,722	59,318	66,818	74,886
应收票据及应收账款	372	150	178	200	225	营业成本	45,427	47,489	54,389	61,204	68,511
预付账款	40	56	65	73	82	营业税金及附加	170	142	163	183	205
存货	11,405	11,882	13,869	15,913	18,155	营业费用	744	688	765	858	953
其他	268	1,058	1,093	1,100	1,108	管理费用及研发费用	512	447	498	558	619
流动资产合计	16,405	18,752	21,137	23,969	27,059	财务费用	253	289	330	371	398
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	19	10	19	18	18
固定资产	332	359	423	492	560	公允价值变动收益	100	(52)	0	0	0
在建工程	15	18	35	44	48	投资净收益	(222)	24	25	25	25
无形资产	94	89	85	81	78	其他	78	168	415	95	95
其他	336	345	239	223	223	营业利润	2,462	2,797	3,595	3,744	4,304
非流动资产合计	776	812	782	840	909	营业外收入	36	13	15	15	15
资产总计	17,181	19,563	21,919	24,810	27,968	营业外支出	5	16	10	10	10
短期借款	7,055	6,251	6,658	7,584	8,395	利润总额	2,493	2,794	3,600	3,749	4,309
应付票据及应付账款	523	480	598	673	754	所得税	663	722	936	975	1,120
其他	122	2,439	2,340	2,378	2,419	净利润	1,830	2,072	2,664	2,775	3,188
流动负债合计	7,700	9,170	9,597	10,635	11,567	少数股东损益	422	486	613	638	733
长期借款	1,047	900	900	900	900	归属于母公司净利润	1,408	1,586	2,051	2,136	2,455
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.69	3.03	3.92	4.08	4.69
其他	93	79	0	0	0						
非流动负债合计	1,140	979	900	900	900	主要财务比率					
负债合计	8,840	10,149	10,497	11,535	12,467		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,321	1,450	2,062	2,700	3,434	成长能力					
股本	523	523	523	523	523	营业收入	13.3%	4.2%	14.7%	12.6%	12.1%
资本公积	511	467	467	467	467	营业利润	16.8%	13.6%	28.5%	4.2%	14.9%
留存收益	5,988	6,973	8,370	9,583	11,077	归属于母公司净利润	16.9%	12.6%	29.3%	4.2%	14.9%
其他	(2)	2	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,341	9,414	11,423	13,274	15,501	毛利率	8.5%	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%
负债和股东权益总计	17,181	19,563	21,919	24,810	27,968	净利率	2.8%	3.1%	3.5%	3.2%	3.3%
						ROE	21.3%	21.2%	23.7%	21.4%	21.7%
						ROIC	13.5%	13.5%	15.5%	14.3%	14.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	51.5%	51.9%	47.9%	46.5%	44.6%
净利润	1,830	2,072	2,664	2,775	3,188	净负债率	45.3%	26.9%	22.8%	21.0%	18.0%
折旧摊销	58	50	54	44	33	流动比率	2.13	2.04	2.20	2.25	2.34
财务费用	253	289	330	371	398	速动比率	0.65	0.75	0.76	0.76	0.77
投资损失	222	(24)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(2,770)	283	(2,057)	(1,987)	(2,180)	应收账款周转率	106.3	167.8	295.0	287.7	283.5
其它	(847)	(324)	14	18	18	存货周转率	4.5	4.1	4.2	4.1	4.0
经营活动现金流	(1,254)	2,348	981	1,196	1,432	总资产周转率	3.0	2.8	2.9	2.9	2.8
资本支出	14	(51)	(102)	(102)	(102)	每股指标(元)					
长期投资	20	12	0	0	0	每股收益	2.69	3.03	3.92	4.08	4.69
其他	(371)	171	25	25	25	每股经营现金流	-2.40	4.49	1.87	2.29	2.74
投资活动现金流	(336)	133	(77)	(77)	(77)	每股净资产	13.42	15.23	17.89	20.21	23.07
债权融资	10	824	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	(44)	0	0	0	市盈率	21.9	19.4	15.0	14.4	12.5
其他	1,153	(1,988)	(576)	(369)	(548)	市净率	4.4	3.9	3.3	2.9	2.6
筹资活动现金流	1,163	(1,207)	(576)	(369)	(548)	EV/EBITDA	10.8	9.6	7.5	7.2	6.3
汇率变动影响	(2)	11	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.1	9.7	7.6	7.3	6.4
现金净增加额	(429)	1,284	327	750	807						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥（600612）股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn