

老凤祥 (600612)

证券研究报告

2021 年 08 月 30 日

21H1 归母净利润同增 40.63%，品牌渠道优势凸显，助力实现高质高效发展

事件：

公司发布 21H1 半年报，2021H1 实现营业收入 315.90 亿元，达到董事会全年预定目标 575 亿元的 54.94%，同增 19.27%，实现归母净利润 10.42 亿元，达到董事会预定目标 17.35 亿元的 60.06%，同增 40.63%。

点评：

1、收入端：2021H1 实现营业收入 315.90 亿元，同增 19.27%，主要系黄金珠宝首饰销售增加所致。①分季度看，2021Q1 公司的营业收入为 171.98 亿，同增 18.70%；2021Q2 公司营业收入 143.92 亿元，同增 19.95%。②分商品类型看，珠宝首饰类实现营业收入 267.85 亿元，同增 49.23%；黄金交易类实现营业收入 44.48 亿元，同减 45.04%；笔类实现营业收入 1.02 亿元，同增 24.71%；工艺品销售实现营收 0.82 亿元，同减 42.65%；商贸流通实现营业收入 0.54 亿元，同增 398.49%。

2、毛利率：2021H1 公司实现毛利率 7.82%，同减 0.56 pct。分季度看，2021Q1 毛利率 7.64%，同减 0.53 pct，2021Q2 毛利率 8.04%，同减 0.59 pct。

3、期间费用率：公司 2021H1 期间费用率为 2.70%，同减 0.28 pct。其中，①销售费用率：公司 2021H1 销售费用率为 1.47%，同减 0.19 pct；②管理费用率：公司 2021H1 管理费用率为 0.74%，同减 0.02pct；③财务费用率：公司 2021H1 财务费用率为 0.45%，同减 0.09 pct，主要系公司下属子公司上海老凤祥有限公司利息支出减少所致 ④研发费用率：公司 2021H1 研发费用率为 0.04%，同增 0.01 pct，主要系本公司下属子公司研发费用增加所致。

4、净利润：公司 2021H1 实现归母净利润 10.42 亿元，同增 40.63%，归母净利率为 4.23%，同增 0.60pct。分季度看，2021Q1 公司实现归母净利润 6.48 亿元，同增 74.46%；2021Q2 公司实现归母净利润 3.93 亿元，同增 6.56%。

投资建议：面对以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，黄金珠宝类消费品展现出强大的恢复能力，预计今年龙头企业将迎来营收和利润的高速增长。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。预计公司 21-22 年实现归母净利润 17.0/19.8 亿元，对应 PE 为 14x/12x，维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展效果不及预期、业务扩张不及预期、公司经营风险

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	46.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	523.12
流通 A 股股本(百万股)	317.11
A 股总市值(百万元)	24,481.91
流通 A 股市值(百万元)	14,840.73
每股净资产(元)	15.97
资产负债率(%)	51.33
一年内最高/最低(元)	60.51/44.07

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

- 1 《老凤祥-年报点评报告: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》 2021-04-29
- 2 《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
- 3 《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

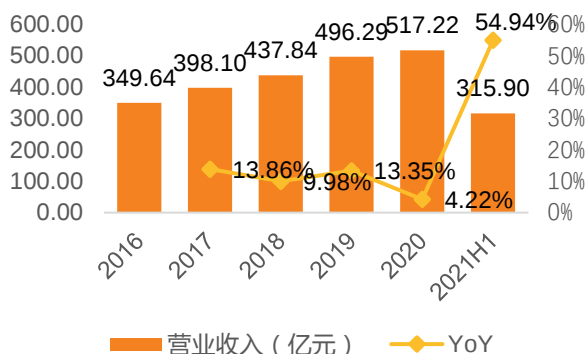
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	49,628.66	51,721.50	58,884.41	66,539.38	75,189.50
增长率(%)	13.35	4.22	13.85	13.00	13.00
EBITDA(百万元)	2,728.52	2,997.88	3,211.28	3,667.38	4,203.16
净利润(百万元)	1,408.01	1,586.02	1,703.79	1,980.10	2,286.62
增长率(%)	16.89	12.64	7.43	16.22	15.48
EPS(元/股)	2.69	3.03	3.26	3.79	4.37
市盈率(P/E)	17.27	15.33	14.27	12.28	10.64
市净率(P/B)	3.46	3.05	2.63	2.24	1.93
市销率(P/S)	0.49	0.47	0.41	0.37	0.32
EV/EBITDA	10.79	9.02	8.79	7.40	6.89

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

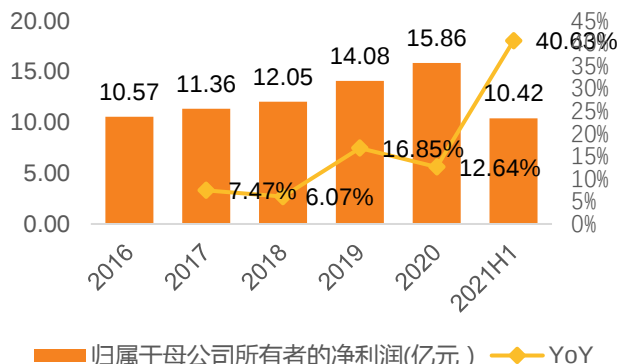
公司发布 21H1 半年报, 2021H1 实现营业收入 315.90 亿元, 达到董事会全年预定目标 575 亿元的 54.94%, 同增 19.27%, 实现归母净利润 10.42 亿元, 达到董事会预定目标 17.35 亿元的 60.06%, 同增 40.63%。

图 1: 公司近年营收情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 公司近年归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

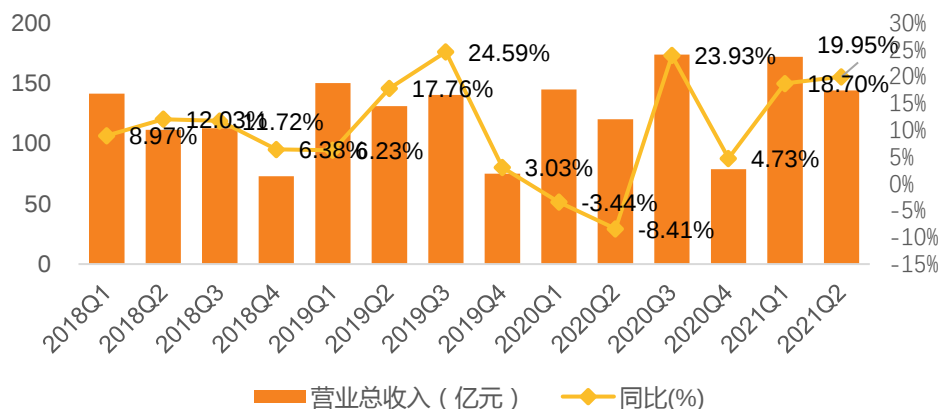
2. 点评

2.1. 收入端

2021H1 实现营业收入 315.90 亿元, 同增 19.27%, 主要系黄金珠宝首饰销售增加所致。

①分季度看, 2021Q1 公司的营业收入为 171.98 亿, 同增 18.70%; 2021Q2 公司营业收入 143.92 亿元, 同增 19.95%。②分商品类型看, 珠宝首饰类实现营业收入 267.85 亿元, 同增 49.23%, 其中境内地区营收 266.85 亿元, 境外地区营收 1.01 亿元; 黄金交易类实现营业收入 44.48 亿元, 同减 45.04%; 笔类实现营业收入 1.02 亿元, 同增 24.71%, 其中境内地区营收 0.68 亿元, 境外地区营收 0.33 亿元; 工艺品销售实现营收 0.82 亿元, 同减 42.65%; 商贸流通实现营业收入 0.54 亿元, 同增 398.49%, 其中境内地区营收 0.49 亿元, 境外地区营收 0.05 亿元。

图 3: 公司分季度营收情况

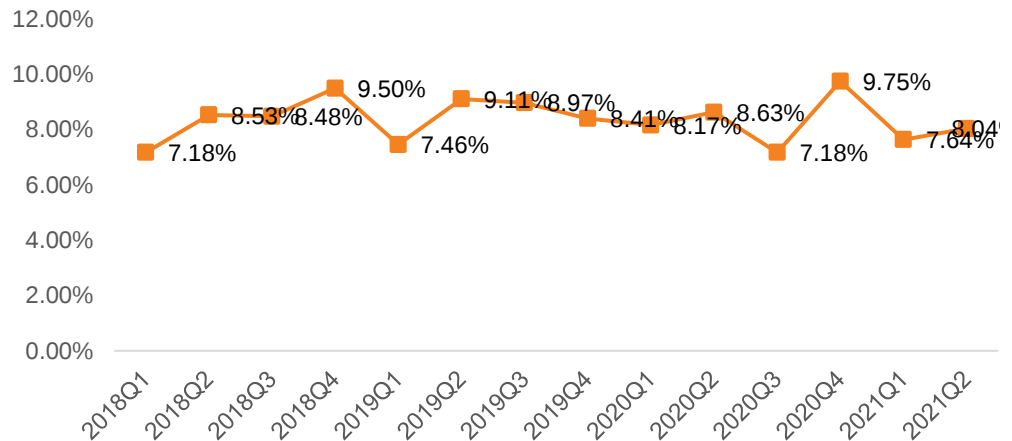


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 毛利率

2021H1 公司实现毛利率 7.82%，同减 0.56 pct。分季度看，2021Q1 毛利率 7.64%，同减 0.53 pct，2021Q2 毛利率 8.04%，同减 0.59 pct。

图 4：公司各季度毛利率变化

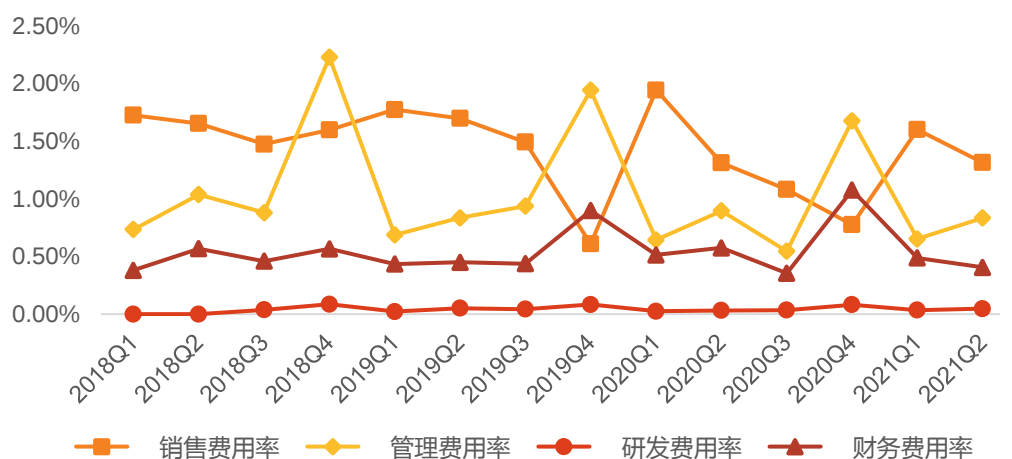


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用率

公司 2021H1 期间费用率为 2.70%，同减 0.28 pct。其中，①销售费用率：公司 2021H1 销售费用率为 1.47%，同减 0.19 pct；②管理费用率：公司 2021H1 管理费用率为 0.74%，同减 0.02pct；③财务费用率：公司 2021H1 财务费用率为 0.45%，同减 0.09 pct，主要系公司下属子公司上海老凤祥有限公司利息支出减少所致 ④研发费用率：公司 2021H1 研发费用率为 0.04%，同增 0.01 pct，主要系本公司下属子公司研发费用增加所致。

图 5：公司分季度费用率情况

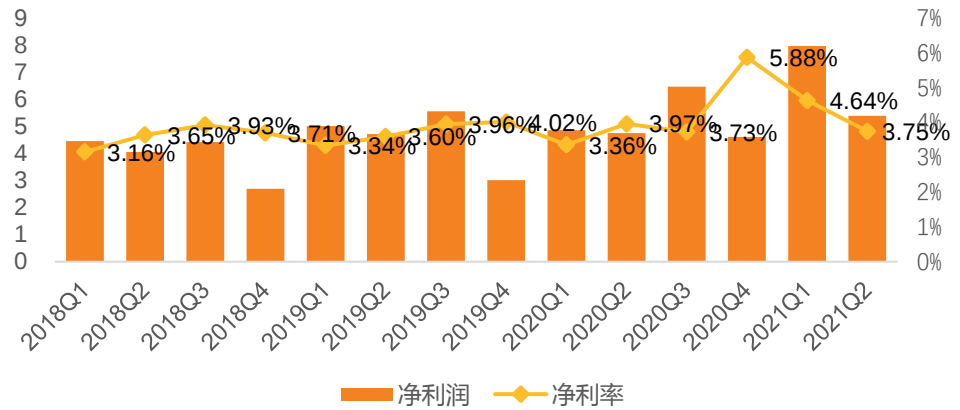


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润

公司 2021H1 实现归母净利润 10.42 亿元，同增 40.63%，归母净利率为 4.23%，同增 0.60pct。分季度看，2021Q1 公司实现归母净利润 6.48 亿元，同增 74.46%，归母净利率为 4.64%，同增 1.28pct；2021Q2 公司实现归母净利润 3.93 亿元，同增 6.56%，归母净利率为 3.75%，同减 0.21pct。

图 6：公司分季度净利润（亿元）及净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

根据国家统计局的公布，2021 年上半年社会消费品零售总额为 211904.3 亿元，同比增长 23%，比 2019 年同期增长 9%，两年平均增长 4.4%。2021 年上半年限额以上的金银珠宝类零售额为 1526.3 亿元，同比增长 59.9%。面对以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，黄金珠宝类消费品展现出强大的恢复能力。随着居民消费能力的提升，婚庆等活动也正逐渐摆脱疫情影响恢复正常，**预计今年龙头企业将迎来营收和利润的高速增长。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。**预计公司 21-22 年实现归母净利润 17.0/19.8 亿元，对应 PE 为 14×/12×，维持“买入”评级。

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	1,165.58	321.14	1,358.85
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	19,538.91	20,887.64	25,293.98
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	20,356.64	21,743.30	26,171.08
短期借款	7,055.37	6,250.58	6,795.30	5,551.71	7,319.28
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	9,061.34	8,242.00	10,054.12
长期借款	1,046.72	900.00	0.00	0.00	209.65
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	294.32
负债合计	8,840.01	10,148.84	9,147.12	8,325.30	10,348.45
少数股东权益	1,321.02	1,449.54	1,956.67	2,544.53	3,216.04
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	8,729.73	10,350.35	12,083.48
其他	(513.54)	(465.55)	(467.41)	(467.41)	(467.41)
股东权益合计	8,340.99	9,414.43	11,209.52	13,418.01	15,822.64
负债和股东权益总计	17,181.00	19,563.27	20,356.64	21,743.30	26,171.08

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,830.28	2,072.33	1,703.79	1,980.10	2,286.62
折旧摊销	76.52	68.34	22.69	25.23	27.75
财务费用	324.61	266.40	246.33	212.91	221.48
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	(1,889.08)	(480.91)	(3,592.83)
其它	431.81	(377.85)	332.52	648.45	721.60
经营活动现金流	(1,253.97)	2,347.75	451.05	2,420.57	(300.58)
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	7,232.20	6,134.24	7,977.96
股权融资	(259.71)	(328.87)	(248.17)	(212.89)	(221.46)
其他	(6,679.84)	(9,012.12)	(8,556.19)	(7,605.05)	(6,708.26)
筹资活动现金流	1,162.54	(1,207.40)	(1,572.16)	(1,683.70)	1,048.23
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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	246.33	212.91	221.48
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	2,942.26	3,429.25	3,953.93
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	2,959.36	3,441.75	3,971.51
所得税	662.89	722.09	739.84	860.44	992.88
净利润	1,830.28	2,072.33	2,219.52	2,581.32	2,978.63
少数股东损益	422.27	486.31	515.73	601.22	692.02
归属于母公司净利润	1,408.01	1,586.02	1,703.79	1,980.10	2,286.62
每股收益（元）	2.69	3.03	3.26	3.79	4.37

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%	5.19%	16.55%	15.30%
归属于母公司净利润	16.89%	12.64%	7.43%	16.22%	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%	2.89%	2.98%	3.04%
ROE	20.06%	19.91%	18.41%	18.21%	18.14%
ROIC	25.47%	19.81%	21.16%	20.74%	22.89%
偿债能力					
资产负债率	51.45%	51.88%	44.93%	38.29%	39.54%
净负债率	45.34%	26.86%	22.49%	6.04%	12.40%
流动比率	2.13	2.04	2.16	2.53	2.52
速动比率	0.65	0.75	0.72	0.78	0.80
营运能力					
应收账款周转率	85.62	198.24	89.51	89.51	89.51
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	2.95	3.16	3.14
每股指标（元）					
每股收益	2.69	3.03	3.26	3.79	4.37
每股经营现金流	-2.40	4.49	0.86	4.63	-0.57
每股净资产	13.42	15.23	17.69	20.79	24.10
估值比率					
市盈率	17.27	15.33	14.27	12.28	10.64
市净率	3.46	3.05	2.63	2.24	1.93
EV/EBITDA	10.79	9.02	8.79	7.40	6.89
EV/EBIT	10.98	9.16	8.86	7.45	6.94

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