



批零贸易业/可选消费品

老凤祥 (600612)

龙头优势尽显，收入、利润大超预期

——2019 三季度报点评

	瞿猛 (分析师)	陈彦辛 (分析师)
	021-38676442	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517070001

本报告导读:

公司 Q3 收入、利润逆势大增，主要受益于门店快速扩张、终端销售积极调整以及金价上行带来的毛利率提升；国企改革稳步推进，后续提效空间仍然巨大。

投资要点:

- **投资建议:** 公司 Q3 收入利润逆势高增长，黄金饰品龙头优势显现。公司 Q3 在新门店拓展、订货会销售、终端积极调整等经营上表现亮眼，金价上行、国企改革推进的双重红利有望继续带动公司业绩高增长。上调公司 2019-2021 年 EPS 为 2.76 (+0.10)、3.20 (+0.12)、3.70 (+0.13) 元 (暂不考虑计提)，维持目标价 60 元，增持评级。
- **龙头逆势高增长，收入、利润超预期。** 公司 2019 前三季度收入 421.3 亿元，同比增长 15.4%，归母净利润 11.7 亿元，同比增长 18%，超出市场预期。其中单 Q3 收入增速 24.6%、净利润增速 26.3%，在行业 Q3 整体低迷的背景下 (行业增速-5%)，公司作为黄金饰品龙头品牌，在新门店拓展、订货会销售、终端积极调整等各方面优势尽显。
- **门店拓展再加速，金价上行带动毛利率提升。** 公司截止 Q3 末门店数共 3722 家 (自营+海外 177 家，连锁加盟 3545 家)，单 Q3 公司新开门店数达到 133 家，为近年来单季度新开门店最多的季度。Q1-3 毛利率为 8.48%，同比大幅提升 0.49pct，2019Q3 金价比去年同比高出 25.3%，对公司自营等素金品类毛利率有显著提升；此外，公司 Q3 积极调整品类结构，预计镶嵌等高毛利率产品占比亦有较大提升。
- **国企改革持续推进，提效潜力仍然巨大。** 公司 2018 年入选双百行动，国企改革在各个层面持续推进，2019 年门店拓展、非金业务发展等均进展顺利，后续股权问题、激励机制方面有望进一步突破。
- **风险提示:** 金价大幅波动，经济增速下滑拖累消费，诉讼计提损失等。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	39,810	43,784	50,714	58,189	66,215
(+/-)%	14%	10%	16%	15%	14%
经营利润 (EBIT)	2,029	2,218	2,708	3,126	3,581
(+/-)%	10%	9%	22%	15%	15%
净利润 (归母)	1,136	1,205	1,442	1,674	1,936
(+/-)%	7%	6%	20%	16%	16%
每股净收益 (元)	2.17	2.30	2.76	3.20	3.70
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	5.1%	5.1%	5.3%	5.4%	5.4%
净资产收益率 (%)	20.3%	19.5%	18.9%	18.0%	17.2%
投入资本回报率 (%)	20.3%	17.5%	21.1%	21.4%	21.7%
EV/EBITDA	10.64	11.07	10.04	8.42	7.03
市盈率	23.64	22.30	18.63	16.04	13.88
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 60.00

上次预测: 60.00

当前价格: 51.35

2019.10.28

交易数据

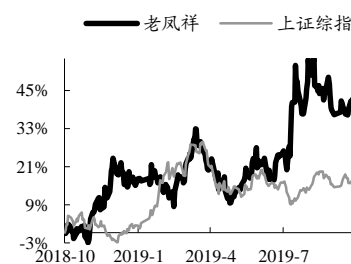
52 周内股价区间 (元)	35.15-56.19
总市值 (百万元)	26,862
总股本/流通 A 股 (百万股)	523/317
流通 B 股/H 股 (百万股)	206/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3.07
日均成交值 (百万元)	155.58

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,930
每股净资产	13.25
市净率	3.9
净负债率	-21.43%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.64	0.71
Q2	0.60	0.70
Q3	0.65	0.82
Q4	0.41	0.53
全年	2.30	2.76

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	16%	41%
相对指数	0%	15%	27%

相关报告

《金价上行提振盈利，Q2 利润弹性显现》
2019.08.28

《国企改革释放活力，开店新高、效率更上层楼》
2019.04.26

《Q4 受行业影响放缓，终端企稳蓄力 2019 增长》
2019.03.08

《子公司转让细节落地，机制创新值得期待》
2018.11.30

《黄金珠宝行业回暖，Q4 弹性有望显现》
2018.10.30

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

可选消费品
批零贸易业

老凤祥 (600612)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **60.00**

上次预测: 60.00

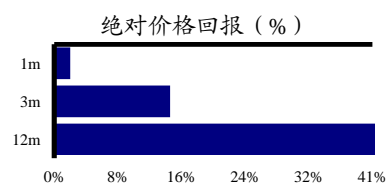
当前价格: 51.35

公司网址

www.chinafirstpencil.com

公司简介

公司已发展成为中国珠宝首饰业的“最有价值品牌”和龙头企业。公司主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售,主营业务涵盖三大产业,一是以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业;二是以“工美”知名品牌为代表的工艺美术品产业;三是以“中华”商标为代表的笔类文具用品产业。



52 周价格范围 35.15-56.19
市值 (百万) 26,862

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	39,810	43,784	50,714	58,189	66,215
营业成本	36,488	40,175	46,407	53,258	60,579
税金及附加	175	191	229	259	295
销售费用	661	710	822	937	1,066
管理费用	445	470	532	588	669
EBIT	2,029	2,218	2,708	3,126	3,581
公允价值变动收益	0	-115	0	0	0
投资收益	1	94	-200	-200	-200
财务费用	170	210	36	-12	-32
营业利润	1,920	2,109	2,501	2,948	3,413
所得税	495	586	663	778	903
少数股东损益	334	359	426	496	574
归母净利润	1,136	1,205	1,442	1,674	1,936
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,437	4,860	1,820	2,683	3,822
其他流动资产	7,974	9,757	10,204	11,725	13,331
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	374	346	346	346	346
无形及其他资产	639	523	531	540	549
资产合计	13,424	15,486	12,902	15,293	18,049
流动负债	6,617	6,990	2,541	2,763	3,008
非流动负债	93	1,112	1,112	1,112	1,112
股东权益	6,714	7,385	9,249	11,419	13,929
投入资本(IC)	7,472	9,224	9,450	10,757	12,128
现金流量表					
NOPLAT	1518	1613	1998	2301	2633
折旧与摊销	84	85	0	0	0
流动资金增量	270	1,777	218	1,298	1,361
资本支出	-31	-52	32	1	-9
自由现金流	1,840	3,424	2,248	3,601	3,985
经营现金流	1,248	-371	1,911	1,093	1,379
投资现金流	39	-10	-168	-199	-209
融资现金流	-1,769	767	-4,783	-31	-31
现金流净增加额	-482	386	-3,040	863	1,139
财务指标					
成长性					
收入增长率	13.9%	10.0%	15.8%	14.7%	13.8%
EBIT 增长率	9.9%	9.3%	22.1%	15.5%	14.6%
净利润增长率	7.4%	6.0%	19.7%	16.1%	15.6%
利润率					
毛利率	8.3%	8.2%	8.5%	8.5%	8.5%
EBIT 率	5.1%	5.1%	5.3%	5.4%	5.4%
归母净利润率	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.3%	19.5%	18.9%	18.0%	17.2%
总资产收益率(ROA)	8.5%	7.8%	11.2%	10.9%	10.7%
投入资本回报率(ROIC)	20.3%	17.5%	21.1%	21.4%	21.7%
运营能力					
存货周转天数	73	73	73	73	73
应收账款周转天数	5	6	6	6	6
总资产周转天数	126	121	102	88	92
净利润现金含量	109.9%	-30.8%	132.5%	65.3%	71.2%
资本支出/收入	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	52.3%	28.3%	25.3%	22.8%
净负债率	15.5%	29.8%	2.7%	-7.1%	-16.0%
估值比率					
PE(现价)	23.64	22.30	18.63	16.04	13.88
PB	3.84	3.80	3.52	2.89	2.39
EV/EBITDA	10.64	11.07	10.04	8.42	7.03
P/S	0.67	0.61	0.53	0.46	0.41
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

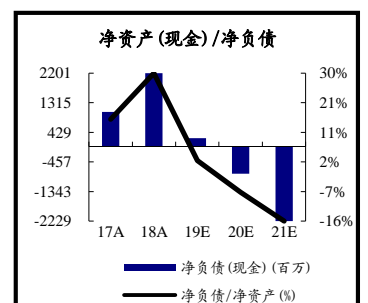
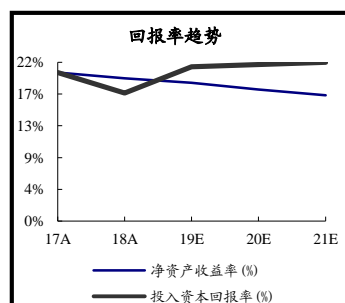
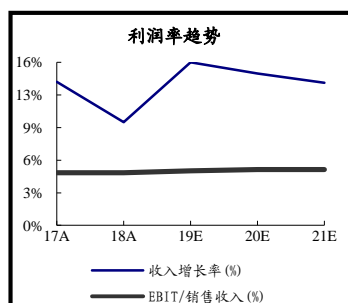
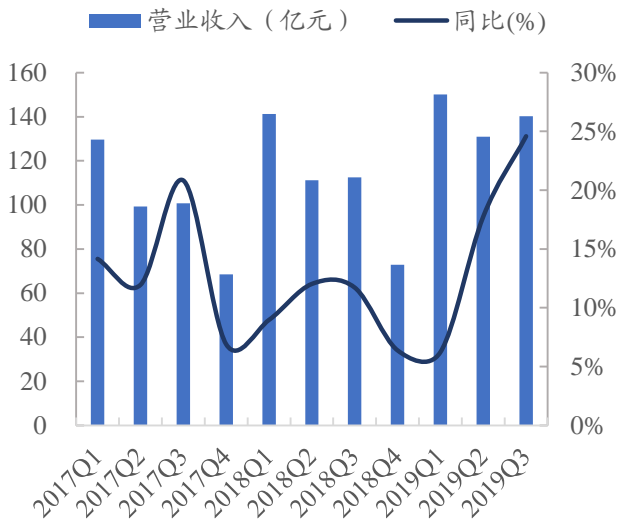
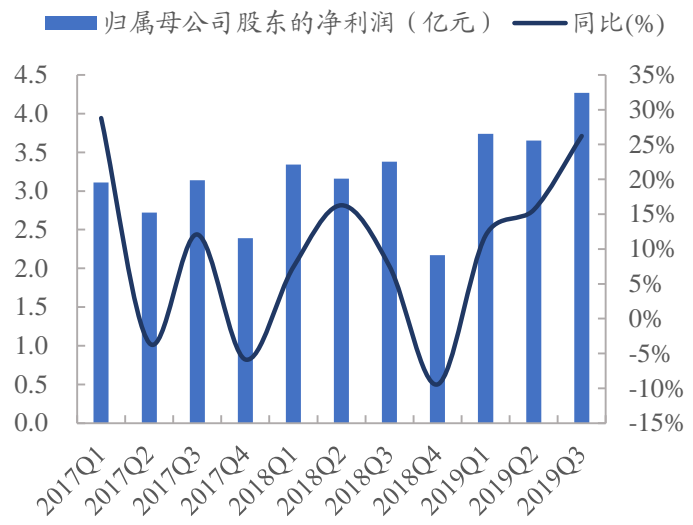


图 1: Q3 收入增速 24.6%，环比再度改善



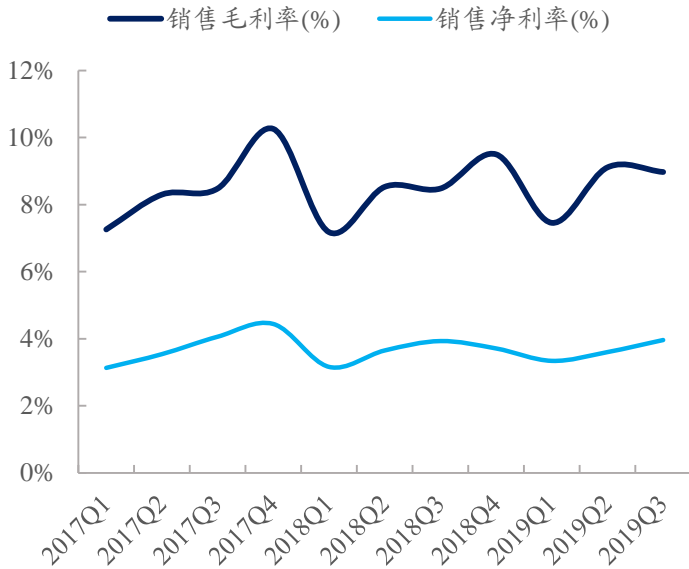
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: Q3 净利润增速达到 26.2% 的近年高位



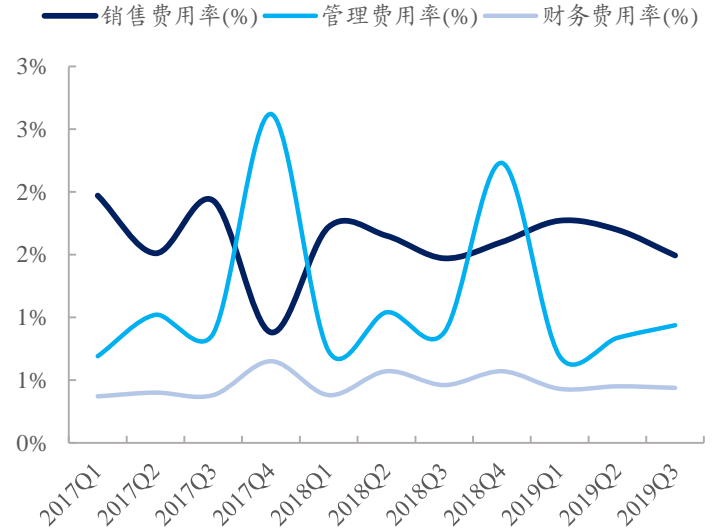
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: Q3 毛利率 8.97%，金价等带动同比提升 0.49pct



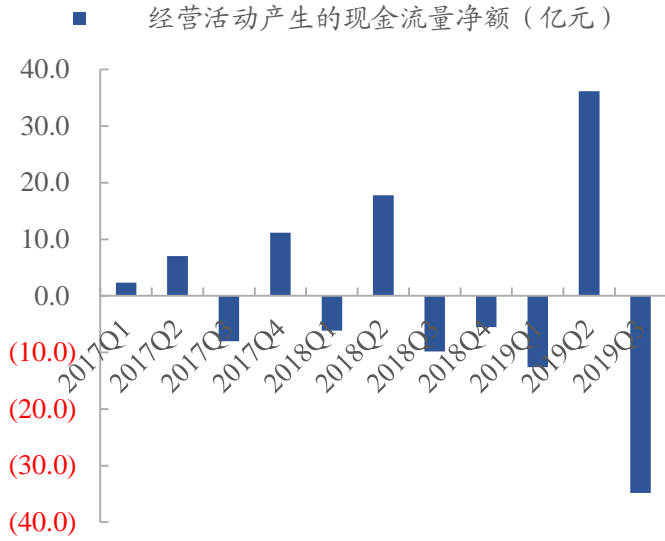
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2019Q3 公司销售费用率保持平稳



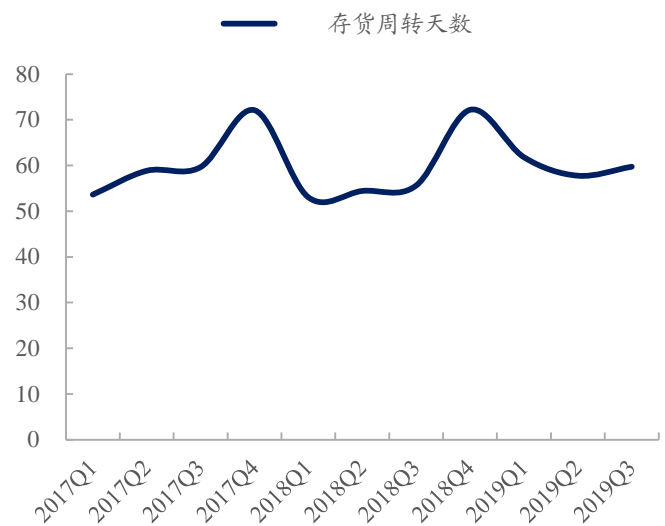
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 受订货会回款影响, Q3 经营性现金流阶段性为负



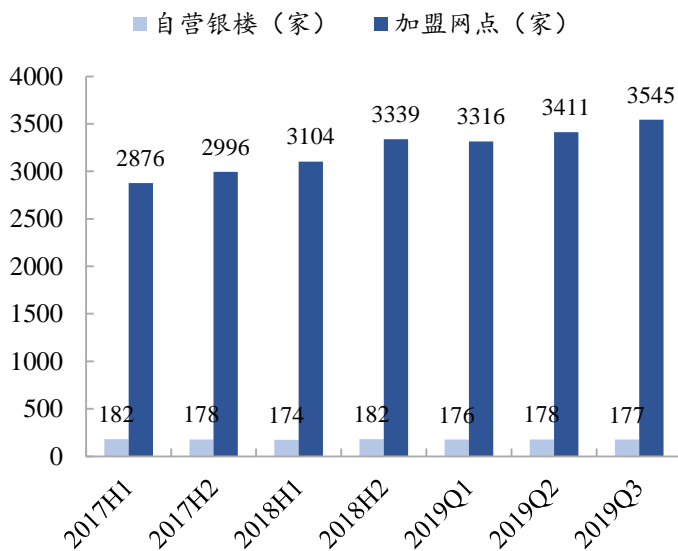
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 2019Q3 存货周转天数略微上升



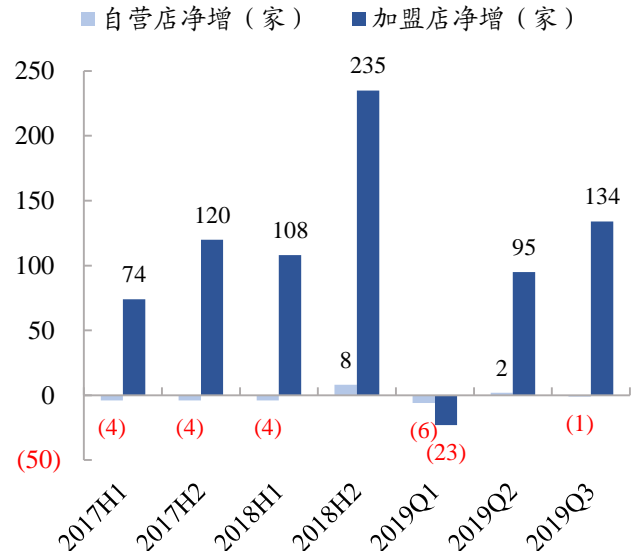
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 截至 2019Q3 老凤祥门店数达到 3722 家



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 2019Q3 净增门店 133 家, 扩店速度进一步加快



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 1: 2019Q1-3 老凤祥黄金珠宝业务实现收入 327 亿元, 毛利率同比大幅提升 1.88%

分地区	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
中国大陆	324.74	11.45%	16.19%	1.88%
中国香港地区	2.02	26.13%	-3.15%	1.15%
国外	0.24	29.48%	26.69%	-0.47%
截至 2019Q3 合计	327.00	11.55%	16.05%	1.85%
2019H1	211.71	9.86%	12.77%	-0.11%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 2: 国内金价 Q3 同比大涨 25.29%, Q4 延续同比高位

时段	上海期货交易	时段	上海期货交易	2019 同比上涨 (%)

所金价 (元)		所金价 (元)		
2019Q4 至今	343.22	2018Q4	278.3	23.33%
2019Q3	337.08	2018Q3	269.05	25.29%
2019Q2	292.56	2018Q2	272.66	7.30%
2019Q1	286.53	2018Q1	275.83	3.88%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		