

老凤祥 (600612)

商贸零售/专业连锁

发布时间: 2020-06-30

证券研究报告 / 公司深度报告

百年老店，焕发新活力

买入

上次评级: 首次覆盖

报告摘要:

老凤祥是我国黄金珠宝首饰百年品牌。截止 2020 年 3 月，公司“老凤祥”品牌在全国有 3891 家线下门店，市场占有率连续多年位居行业前二。公司近年发展迅速，门店规模持续扩张，盈利能力不断增强。2018 年借助“双百行动”解决了核心子公司“老凤祥有限”历史股权问题，赋予了公司新的增长动力。

珠宝行业市场集中度低，头部企业市占率有望提升。目前我国人均珠宝消费水平与发达国家具有较大差距。从竞争状况来看，我国珠宝行业品牌分层现象明显，中高端市场竞争激烈，行业集中度较低，未来行业整合将进一步加快，龙头成长空间广阔。

疫情之后，黄金珠宝销售有望迎来量价齐升。黄金饰品终端消费呈现滞后黄金价格变动的特点。2018 年黄金价格进入新一轮上涨周期，金价上涨初期黄金饰品销售受到暂时压制，2019 年以来黄金价格上涨趋势基本确定，黄金饰品销售开始回暖。受民间风俗及新冠肺炎疫情影响婚庆需求，2020 年下半年黄金珠宝消费有望迎来反弹。

加盟批发模式助力成长。公司拥有珠宝首饰完整产业链，不断优化完善老凤祥自营银楼、合资公司、总经销、专卖店、经销商专柜“五位一体”的营销体系，以加盟批发模式在三四线城市高速展店。较高的资产周转速度保证了公司较强的资产盈利能力。

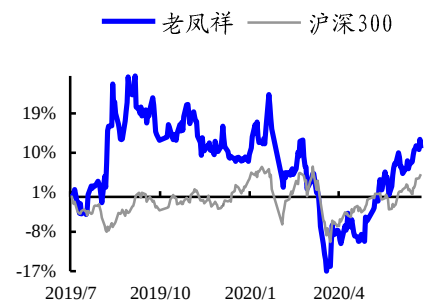
投资建议：公司作为珠宝首饰龙头，在黄金价格逐渐上涨的预期下，渠道规模保持高速扩张。我们预计 2020 年下半年婚庆需求有望迎来反弹，公司将显著受益。预计公司 2020-2022 年营收增速分别为 6.10%、13.63%、11.00%，归母净利润增速分别为 4.21%、21.25%、16.60%，EPS 分别为 2.80、3.40、3.97 元，对应当前股价 PE 分别为 17、14、12 倍。考虑公司中短期门店数量及单店收入仍然具有较大成长空间，给予公司 20 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：金价下跌风险；疫情二次扩散；行业竞争加剧；业绩预测和估值判断可能不达预期。

股票数据 2020/6/24

6 个月目标价 (元)	56.00
收盘价 (元)	48.21
12 个月股价区间 (元)	35.65 ~ 56.19
总市值 (百万元)	25,220
总股本 (百万股)	523
A 股 (百万股)	317
B 股/H 股 (百万股)	206/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	11%	24%	9%
相对收益	2%	10%	2%

相关报告

《豫园股份 (600655.SH): 消费产业驱动，开启新一轮成长》

--20190429

《老凤祥 (600612.SH): 渠道持续扩张，业绩稳步增长》

--20190429

《周大生 (002867.SZ) 深度报告: 专注产业链核心价值，轻资产推动渠道下沉》

--20200109

证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

研究助理: 刘青松

执业证书编号: S0550119010017
(010)58034568 liuqs@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	43,784	49,629	52,658	59,838	66,419
(+/-)%	9.98%	13.35%	6.10%	13.63%	11.00%
归属母公司净利润	1,205	1,408	1,467	1,779	2,074
(+/-)%	6.02%	16.89%	4.21%	21.25%	16.60%
每股收益 (元)	2.30	2.69	2.80	3.40	3.97
市盈率	19.54	17.69	17.19	14.18	12.16
市净率	3.80	3.55	3.23	2.88	2.56
净资产收益率 (%)	19.46%	20.06%	18.81%	20.35%	21.07%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.87%
总股本 (百万股)	523	523	523	523	523

目 录

1.	老凤祥：百年民族品牌，中国黄金珠宝首饰龙头之一.....	5
1.1.	从银楼到企业，百年品牌持续传承.....	5
1.2.	珠宝首饰业务驱动上市公司业绩增长.....	6
1.3.	国资控股，股权结构稳定；“双百行动”解决核心子公司历史股权问题.....	8
1.3.1.	国资控股，股权结构稳定保证上市公司持续稳定发展.....	8
1.3.2.	借“双百行动”契机，解决核心子公司老凤祥有限遗留的历史股权问题.....	8
1.4.	规模持续扩张，盈利能力不断增强.....	11
2.	行业发展趋于集中，金价持续上涨利好企业盈利水平提升.....	12
2.1.	我国珠宝行业发展平稳，镶嵌首饰成长空间广阔.....	12
2.1.1.	珠宝行业进入复苏期，整体增速稳定.....	12
2.1.2.	我国珠宝市场以黄金珠宝为主，钻石饰品具有较大提升空间.....	13
2.2.	行业分散，品牌往中高端发展，未来将趋于集中.....	15
2.2.1.	我国珠宝行业品牌分层现象明显.....	15
2.2.2.	行业集中度低，未来将趋于集中.....	16
2.2.3.	行业由渠道驱动向品牌与设计驱动升级.....	16
2.3.	疫情之后，黄金珠宝饰品有望迎来量价齐升.....	17
2.3.1.	黄金首饰需求相对黄金价格变动具有滞后性.....	17
2.3.2.	避险属性凸显，黄金价格持续上涨.....	18
2.3.3.	受疫情及民间风俗影响，2020年下半年婚庆需求有望反弹.....	18
3.	产品持续升级，渠道不断扩张.....	19
3.1.	业内领先的渠道实力，用品牌与设计吸引客户群体.....	19
3.1.1.	国内外渠道持续发展，三四线城市抓紧布局.....	19
3.2.	从采购、设计、生产到销售，完整产业链决定公司竞争力.....	20
3.2.1.	两大生产基地助力公司产品不断更新.....	21
3.2.2.	优秀的设计能力助力产品持续升级.....	21
3.3.	人才培养机制逐步建立，公司治理稳步推进.....	22
3.3.1.	多方面培养人才，多渠道治理公司.....	22
3.3.2.	引入外来投资者盘活公司股权.....	22
3.3.3.	数字化成为未来重点发展方向.....	23
4.	金价上涨助力公司价值成长.....	23
4.1.1.	黄金价格：公司业绩的催化剂.....	23
4.1.2.	黄金价格：公司股价的催化剂.....	24
5.	同业公司对比：高周转批发模式带来高 ROE.....	25
6.	盈利预测及投资建议.....	27
6.1.	盈利预测及假设.....	27
6.2.	投资建议.....	28

7. 风险提示.....29

图表目录

图 1: 老凤祥公司发展历程	5
图 2: 公司下属三大业务板块.....	6
图 3: 珠宝首饰销售收入及增速	7
图 4: 黄金交易业务收入及增速	7
图 5: 笔类等文教品业务收入及增速	8
图 6: 工艺美术业务收入及增速	8
图 7: 公司股权结构及重要子公司情况.....	8
图 8: 老凤祥有限公司成立时股权结构.....	9
图 9: 1999 年, 老凤祥有限公司被纳入上市公司“第一铅笔”体系	9
图 10: 2009 年, 上海黄浦区国资委成为公司控股股东	9
图 11: 2010 年, 老凤祥股份定向增发取得黄浦区国资委持有的老凤祥有限 27.57% 股份	10
图 12: 2018 年, “双百行动”混改后, 老凤祥有限公司的股权结构.....	11
图 13: 2013 年以来公司营收及增速	11
图 14: 2013 年以来公司归母净利润及增速.....	11
图 15: 保持较高的盈利能力.....	12
图 16: 期间费用率呈下降趋势.....	12
图 17: 分产品毛利率情况	12
图 18: 老凤祥净资产收益率处于行业前列.....	12
图 19: 我国珠宝首饰行业发展历程.....	13
图 20: 我国人均珠宝消费成长空间广阔 (单位: 美元)	13
图 21: 中国珠宝市场分品类占比.....	14
图 22: 美国珠宝市场分品类占比.....	14
图 23: 我国黄金及钻石饰品渗透率	14
图 24: 中美日三国婚戒购买比例.....	14
图 25: 我国珠宝首饰市场品牌分布	15
图 26: 各品牌门店数量.....	15
图 27: 我国珠宝行业前六大品牌市占率	16
图 28: 行业由渠道驱动向品牌与设计驱动转换.....	17
图 29: 黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动.....	17
图 30: 金价与美国实际利率呈负相关.....	18
图 31: 金价与美元指数呈负相关.....	18
图 32: 限额以上企业金银珠宝零售额同比增速.....	18
图 33: 公司五位一体的营销体系.....	19
图 34: 公司加盟店和自营店数量.....	19
图 35: 2012 年以来公司每年净开门店数量	19
图 36: 公司海外门店数量	20
图 37: 国内主要珠宝首饰品牌门店分布情况.....	20
图 38: 公司古法金部分产品.....	21
图 39: 公司迪士尼 IP 产品	21

图 40: 公司多元化的产品品类	22
图 41: 黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动	24
图 42: 2001 年以来公司业绩增速 (%)	24
图 43: 公司股价和金价具有一定的正相关性	25
图 44: 可比公司门店扩张情况	25
图 45: 可比公司加盟店占比	25
图 46: 可比公司营收情况 (亿元)	26
图 47: 可比公司营收增速	26
图 48: 可比公司净利润情况 (亿元)	26
图 49: 可比公司净利润增速	26
图 50: 可比公司 ROE	27
图 51: 可比公司销售净利率	27
图 52: 可比公司资产周转率	27
图 53: 可比公司权益乘数	27
表 1: “老凤祥”渠道体系建设	7
表 2: 公司营收预测及拆分 (百万)	28
表 3: 同业可比公司估值对比	28

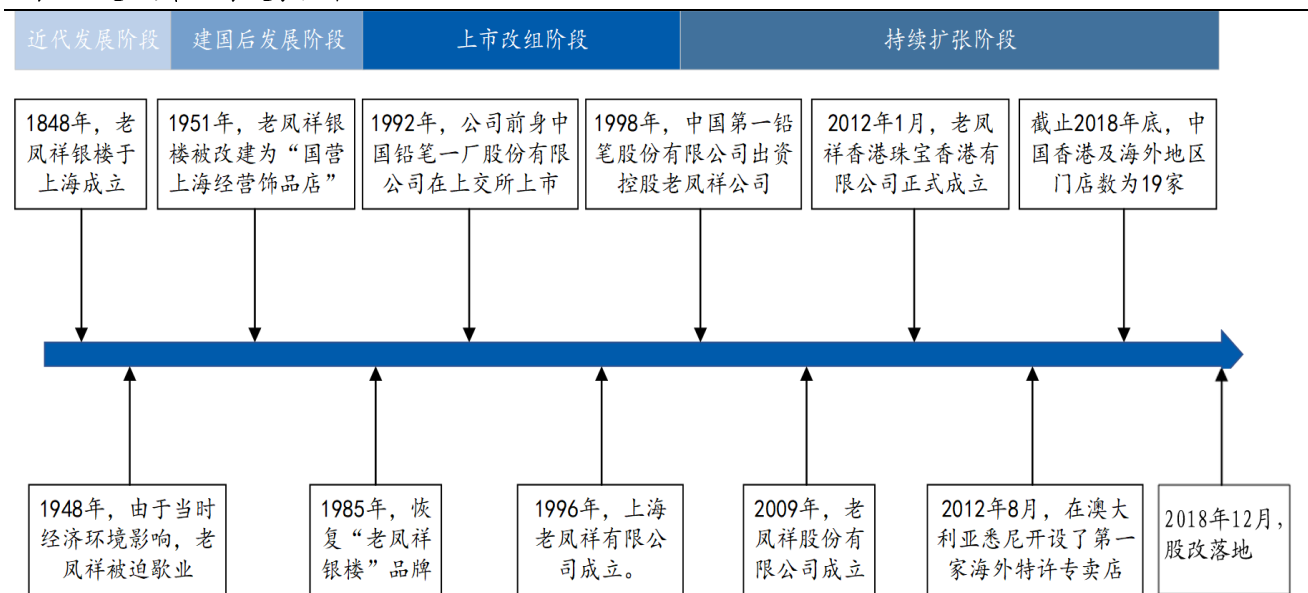
1. 老凤祥：百年民族品牌，中国黄金珠宝首饰龙头之一

1.1. 从银楼到企业，百年品牌持续传承

老凤祥创建于 1848 年，延续至今已有 172 年，是历史悠久的黄金珠宝首饰民族品牌，老凤祥股份有限公司就是由原先的老凤祥银楼沿革而来。经过百年发展，公司已经成长为一家以黄金珠宝首饰业为核心价值驱动，工艺美术品与笔类文具两大支柱产业并驾齐驱的知名企业。老凤祥股份有限公司前身中国铅笔一厂股份有限公司于 1992 年在上海证券交易所挂牌上市。截止 2020 年 3 月，公司老凤祥品牌在全国有 3891 家线下门店，其中包括自营金店、连锁加盟店和专柜，在我国黄金珠宝首饰行业市场占有连续多年位居前二。2019 年，公司老凤祥品牌位列德勤公布的全球奢侈品力量排行榜第 15 位，《财富》杂志中国企业 500 强第 204 位，BrandZ “最具价值品牌中国 100 强”，连续 15 年蝉联世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”，在中国连锁经营协会评选的“2018 年中国时尚零售百强企业”排名第二。

回顾公司发展历史，可将其分为以下几个阶段：

图 1：老凤祥公司发展历程



数据来源：东北证券，公司官网

近代发展阶段（1848-1949 年）：民族企业艰难发展，持续传承。1848 年，老凤祥银楼在上海成立，后由于经营发展需要不断搬迁。在抗战胜利后，黄金作为最重要的保值手段备受青睐，当时的老凤祥银楼也因此成为上海少数几个主宰首饰业龙头金店之一。1948 年，由于当时国民政府的一系列政策导致经济环境持续恶化，被迫关门歇业。

建国后发展阶段（1951-1992 年）：国有化改制，中华老字号重新启航。1951 年，中国人民银行购买老凤祥银楼全部资产，将银楼改建为“国营上海经营饰品店”。1953 年老凤祥全年销量为抗战前全上海市银楼总销售量，这为老凤祥商业持续经营与稳定当时金银市场产生重要作用，也标志着老凤祥的商业角色发生重大变化。后又经历一系列改组，于 1985 年恢复为“老凤祥银楼”品牌。

上市改组阶段（1992-2009 年）：从单一业务到多维业务，集团公司初步形成。1992

年，老凤祥股份有限公司前身中国铅笔一厂股份有限公司在上海证券交易所上市。1996 年，上海老凤祥有限公司成立。1998 年，中国第一铅笔股份有限公司出资控股上海老凤祥有限公司，持股比例 50.44%。2009 年，老凤祥股份有限公司成立。至此，老凤祥从一家珠宝饰品销售公司转变为大型集团公司，其发展业务也不仅仅是在黄金珠宝领域，在笔类文具、黄金交易、商贸等领域均有涉足。

高速扩张阶段（2009-2019 年）：三大产业支柱助力企业收入增长，线下销售网点持续扩张。2009 年之后，老凤祥进入高速扩张阶段。三大产业支柱（黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具）稳步发展，总营业收入从 108.50 亿元上升到 485.41 亿元，年复合增长率达到 16.16%。公司线下销售网点从 2012 年的 2301 家上升到 2019 年底的 3891 家，平均每年净开门店 227 家。在网点扩张方面，老凤祥不仅在全国布局，同时走向海外。2012 年 1 月，老凤祥香港珠宝有限公司正式成立，为布局海外奠定基础。2012 年 8 月，老凤祥走出国门，在澳大利亚悉尼开设了第一家海外特许专卖店，截止到 2019 年底，老凤祥在中国香港和海外共有 19 家销售网点。2018 年 12 月，公司借助“双百行动”契机，对老凤祥有限公司的历史遗留的股权问题进行改革，经过改革后，老凤祥有限公司的股权结构更加合理，公司治理向市场化方向更近一步，后续有望焕发新的增长动力。

1.2. 珠宝首饰业务驱动上市公司业绩增长

目前，公司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、“工美”工艺美术产业、“中华”和“长城”笔类文教用品三大业务板块。

图 2：公司下属三大业务板块



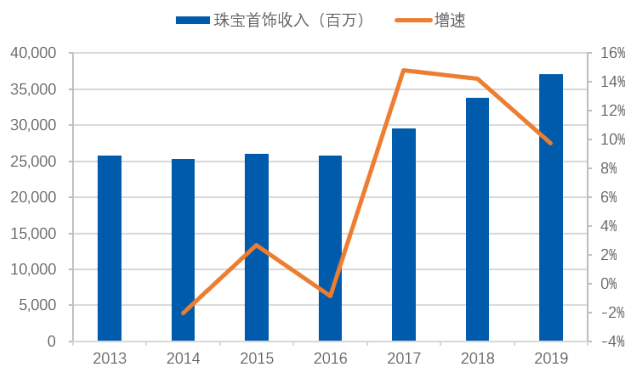
数据来源：东北证券，公司官网

“老凤祥”珠宝首饰销售和黄金交易业务作为公司的核心业务，是近年驱动收入及利润增长的主要来源。2019 年“老凤祥”珠宝首饰业务和黄金交易收入达到 479.64 亿元，营收占公司总收入比重达到 96.64%。其中珠宝首饰业务收入为 371.05 亿元，占总收入比重为 74.76%。黄金交易业务收入为 108.59 亿元，占总收入比重为 21.88%。

“老凤祥”珠宝集科工贸于一体、产供销于一身，目前已经形成了从源头采购到设计、生产、销售的完整产业链和规模化经营能力，形成了以黄金产品为特色，钻石镶嵌、铂金、K 金、宝石、手表等为补充的产品种类。在销售渠道建设方面，公司一直走“品牌联动，立体式经营”路线，致力于打造自营银楼建设与合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”营销体系。截止到 2020 年 3 月，公司共有线下销售网点 3891 家，其中自营银楼 184 家（含海外 18 家），连锁加盟店和经销专柜 3709 家。由于公司每年黄金产销量较大，为避免黄金价格波动带来的业绩波动，公司同时经营黄金交易业务，主要是黄金和铂金的现货交易、黄金延期交收交易、

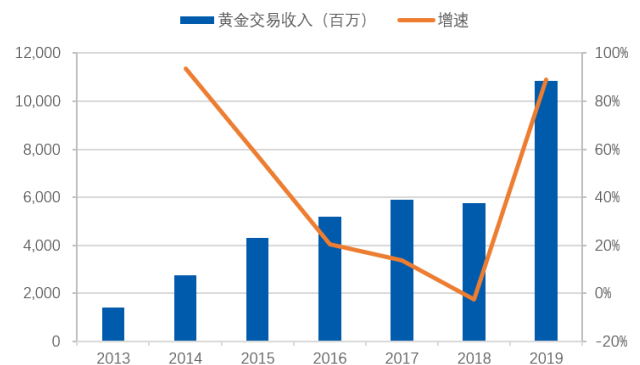
黄金租赁、黄金远期交易等。

图 3: 珠宝首饰销售收入及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 4: 黄金交易业务收入及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

表 1: “老凤祥”渠道体系建设

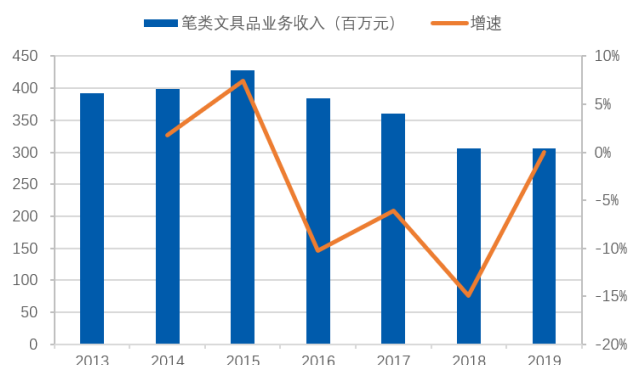
	业态介绍	数量	图示
自营银楼	自营银楼是老凤祥旗下经营的零售店, 有着毛利率高、盈利能力强等特征, 公司对银楼的控制力强, 有利于对品牌的维护与推广。但是自营店可能会占用较多流动资金, 管理难度也比较大。	184 家	
连锁加盟店	连锁加盟店是老凤祥将自己的产品和服务的营业系统以合同的形式赋予加盟店进行经营, 老凤祥会从中收取加盟金。加盟店可以充分发挥地域优势, 加速品牌推广和市场拓展, 分散经营风险。	连锁加盟店与专柜 合计 3709 家	
专柜	专柜是老凤祥在一些商场中开设的经销网点。在商场中开设的经销网点比较节约成本并且因为地理位置好的原因业绩比较客观, 并且销售灵活性也比较高。	连锁加盟店与专柜 合计 3709 家	

数据来源: 东北证券, 公司公告, 数据截止到 2020 年 3 月。

笔类等文教品业务收入缓慢下滑, 营收占比不断下降。公司旗下“中华牌”和“长城牌”铅笔是公司收购“老凤祥”品牌之前的主营产品, 近年随着人们纸质书本等使用频率的下降, 公司铅笔业务收入缓慢下滑, 2019 年笔类业务实现收入 3.07 亿元, 占总收入的比重下降为 0.62%。

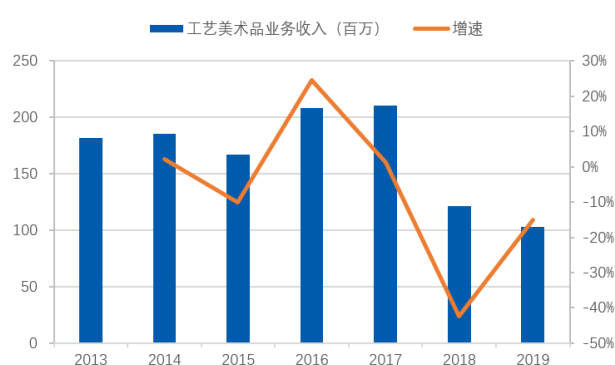
工艺美术业务主要包括工艺品、玉牙雕、印泥等产品的加工和销售。2019 年实现收入 1.03 亿元, 占总收入的比重为 0.21%。

图 5: 笔类等文教品业务收入及增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 6: 工艺美术业务收入及增速



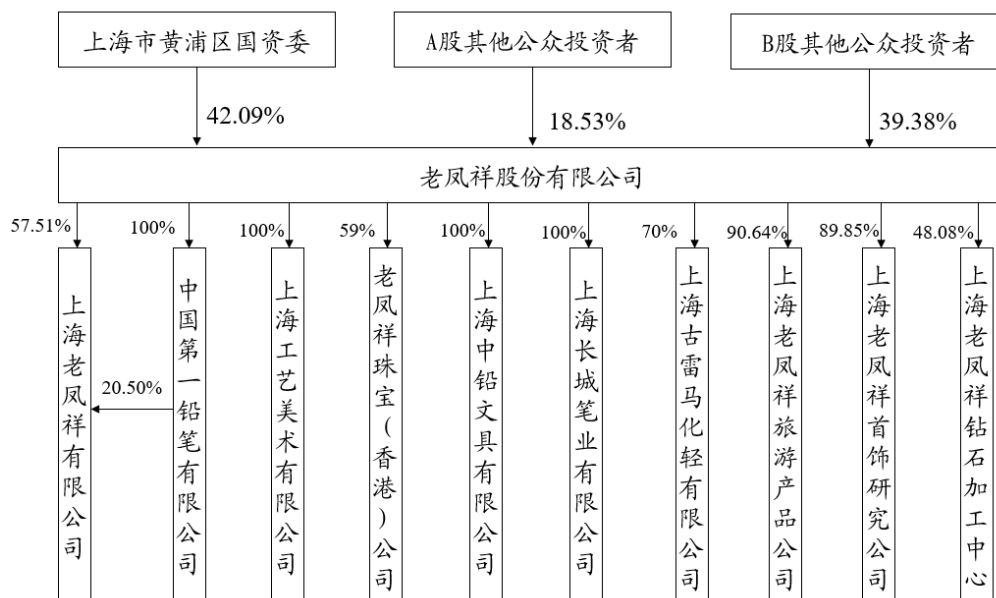
数据来源：东北证券，公司公告

1.3. 国资控股，股权结构稳定；“双百行动”解决核心子公司历史股权问题

1.3.1. 国资控股，股权结构稳定保证上市公司持续稳定发展

截止到 2020 年 3 月，上海市黄浦区国有资产监督管理委员会持有公司 42.09% 的股份，为公司的第一大股东和实际控制人。此外，公司 A 股和 B 股公众投资者分别持有公司 18.53% 和 39.38% 的股份。由于老凤祥股份有限公司为国有控股，股权架构单一，非常利于决策和执行决策，有效促进了公司价值稳定增长。

图 7: 公司股权结构及重要子公司情况



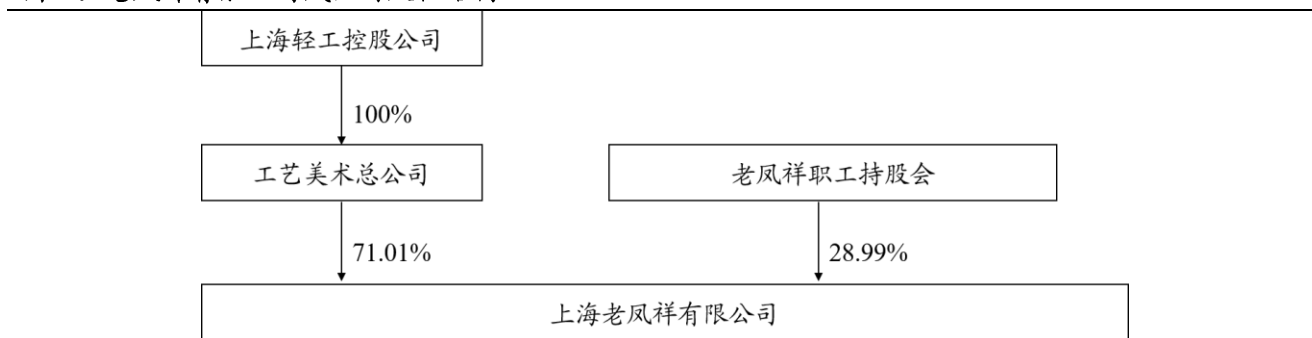
数据来源：东北证券，公司公告

1.3.2. 借“双百行动”契机，解决核心子公司老凤祥有限遗留的历史股权问题

1996 年 4 月，上海老凤祥有限公司（后简称“老凤祥有限”）由上海老凤祥首饰总厂、上海宇宙金银饰品厂、上海珠宝玉器厂、上海工艺美术总公司首饰研究所和上海大同行珠宝首饰汇市等五个国有企业改制重组而来。1996 年 12 月，上海老凤祥

有限公司设立职工持工会，职工以现金和历年工资结余的形式出资入股，股权占比 28.99%，后又实施自然人(经营者和技术骨干)持股。

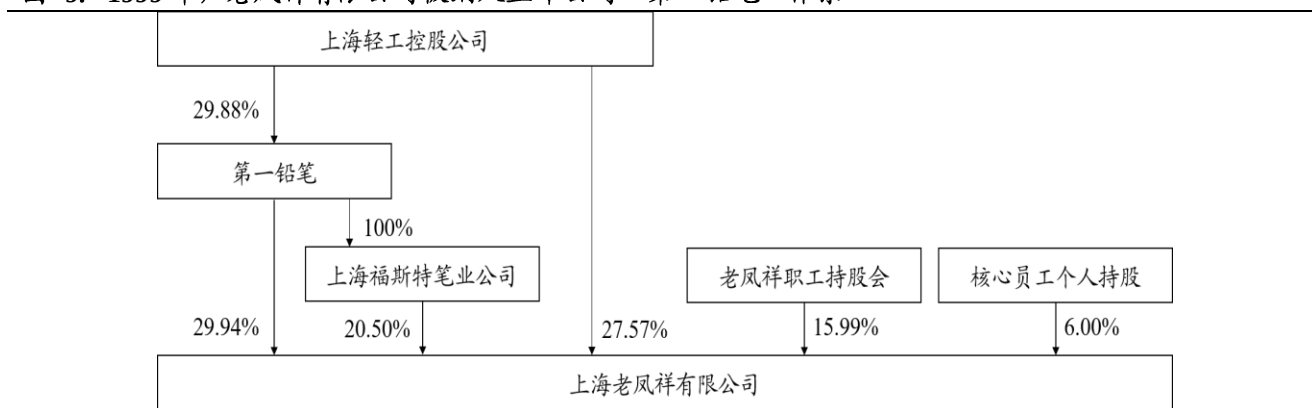
图 8: 老凤祥有限公司成立时股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

1999 年，上海轻工控股公司对老凤祥有限进行增资重组，增资后上海轻工控股公司直接持有老凤祥有限 27.57% 的股份，通过下属的上市公司“第一铅笔”（“老凤祥”前称）对老凤祥有限持有 29.94% 的股份。

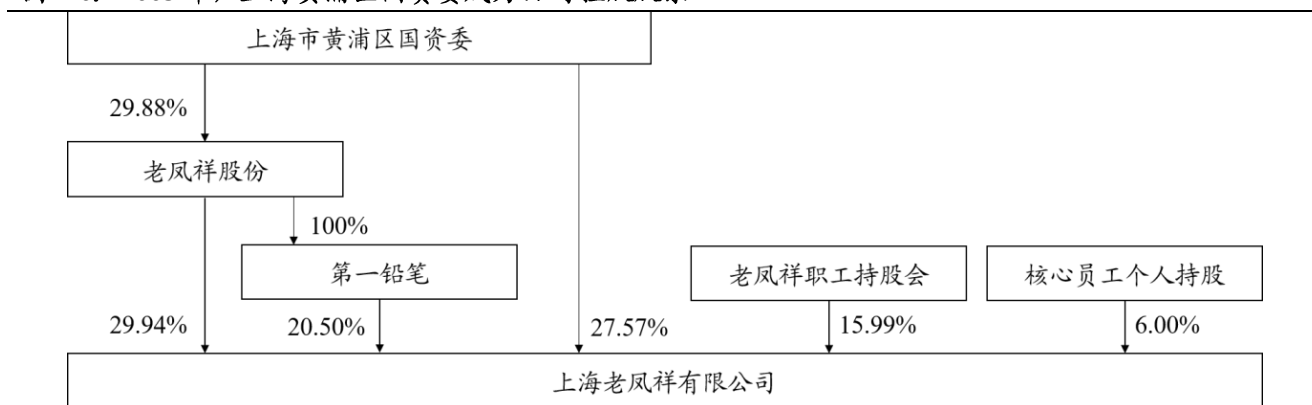
图 9: 1999 年，老凤祥有限公司被纳入上市公司“第一铅笔”体系



数据来源：东北证券，公司公告

2005 年，上海市国资委将上海轻工控股公司持有的“第一铅笔”以及老凤祥有限的股份划转到黄浦区国资委。随着珠宝首饰销售逐渐成为上市公司的主营业务，2009 年上市公司“第一铅笔”更名为“老凤祥”。

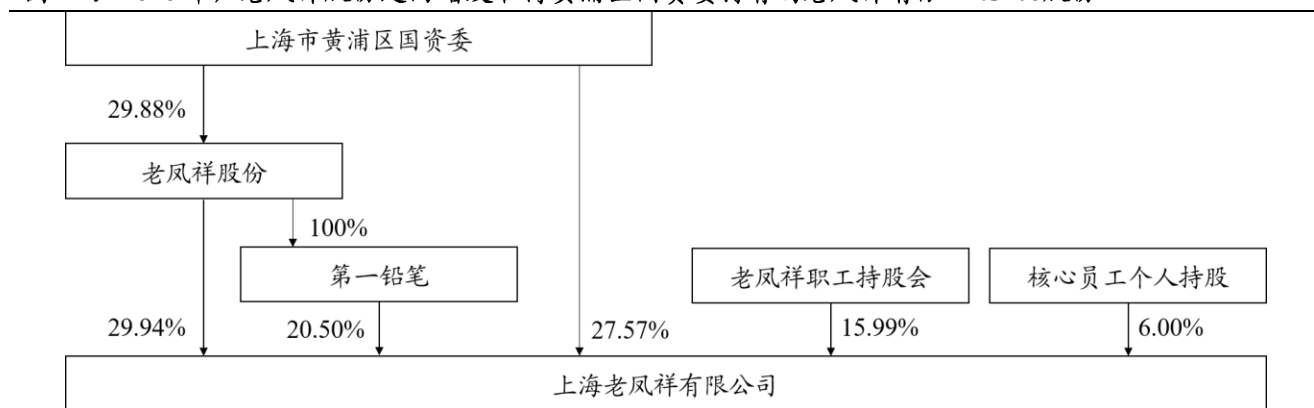
图 10: 2009 年，上海黄浦区国资委成为公司控股股东



数据来源：东北证券，公司公告

2010 年，老凤祥股份通过向黄浦区国资委定向增发的形式，取得其持有的老凤祥有限 27.57% 的股份，上市公司对老凤祥有限的持股比例合计达到 78.01%。

图 11：2010 年，老凤祥股份定向增发取得黄浦区国资委持有的老凤祥有限 27.57% 股份



数据来源：东北证券，公司公告

2018 年，公司借助国资委提出的国企改革“双百行动”，推动解决下属老凤祥有限的股权遗留问题。截至股权改革前，职工持股会和自然人合计持有老凤祥有限公司 21.99% 的股权。其中，职工持股会持有 15.99%，石力华等自然人持有 6%。在公司发展早期，老凤祥实施全体职工持股，将员工收益与企业的效益密切挂钩，极大地增强了员工的积极性与主观能动性，为老凤祥近二十年的快速发展注入了强大的动力。

近年来，随着老凤祥有限的高速发展，职工持股股权固化问题逐渐显现。

第一，随着企业规模的不断扩张，资金需求上升，资金成本压力渐增，而老凤祥股份作为上市公司受制于老凤祥有限公司的股权结构问题，难以将市场融资直接用于有限公司发展需要。

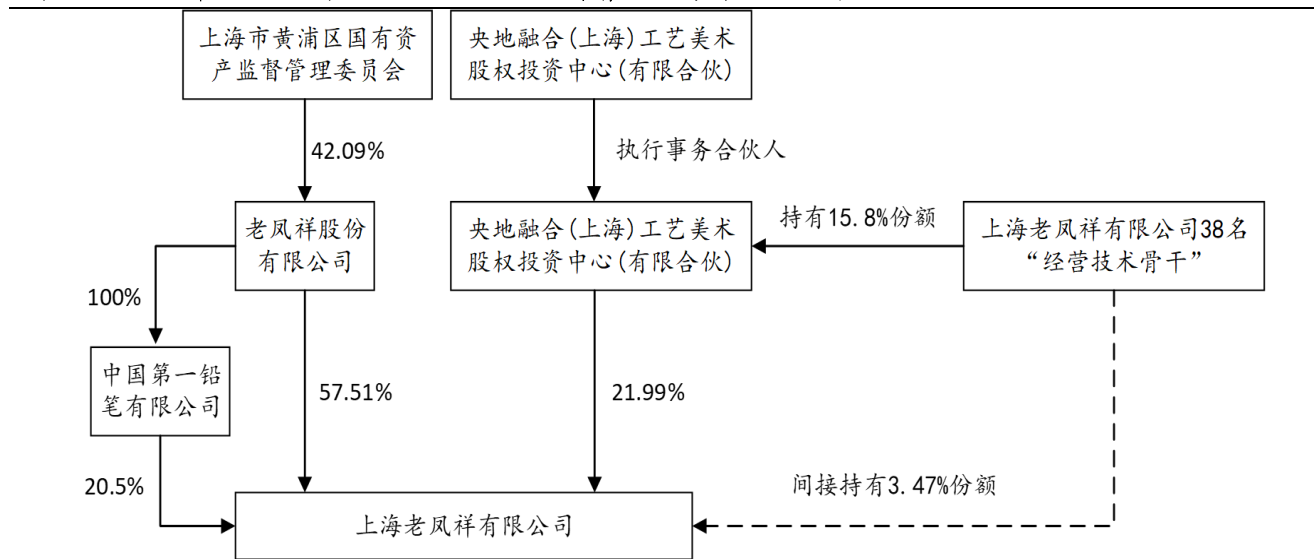
第二、2009 年为确保上市公司重组顺利进行，职工股股权暂停进退，导致 70% 以上的持股经营者超过退休年龄，而后续引进的大量人才以及培养的年轻干部却缺少持股机会，股权固化严重制约了老凤祥有限的发展。

第三，上市公司的中小股东希望老凤祥有限的经营骨干能更多在股份公司层面的总体发展上发挥更大的作用。老凤祥有限迫切需要通过引进战略投资者实现股权有序流动，解决其在股权结构、股东架构方面存在的历史遗留问题，打破股权固化僵局，实施有效激励，发挥经营技术骨干的核心作用，真正与企业实现利益共享，推进老凤祥有限转型升级。

2018 年 8 月，在黄浦区国资委以及公司管理层的推动下，老凤祥职工持股会以及石力华、张盛康、辛志宏等公司骨干员工决定将其持有的老凤祥有限合计 21.99% 的股权按照 27.05 亿元价格转让给央地融合（上海）工艺美术股权投资中心。

央地融合（上海）工艺美术股权投资中心，由国新张创（上海）股权投资基金管理有限公司（“国新张创”）发起设立并担任基金管理人，基金份额合计 30 亿元。根据国新张创提议，石力华等 38 名公司及老凤祥有限的经营技术骨干合计出资 4.74 亿元认购工艺美术基金 15.8% 的份额，间接持有老凤祥有限 3.47% 的股份。除上述 38 名经营技术骨干外，另有 12 名机构投资者出资 25.26 亿元，认购工艺美术基金 84.2% 的股份。

图 12：2018 年，“双百行动”混改后，老凤祥有限公司的股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

此次股权变动为老凤祥有限的发展注入了新的动力。

第一，此次股改解决了老凤祥有限遗留的职工持股会和个人的持股僵化问题，有利于老凤祥有限股权的流动。

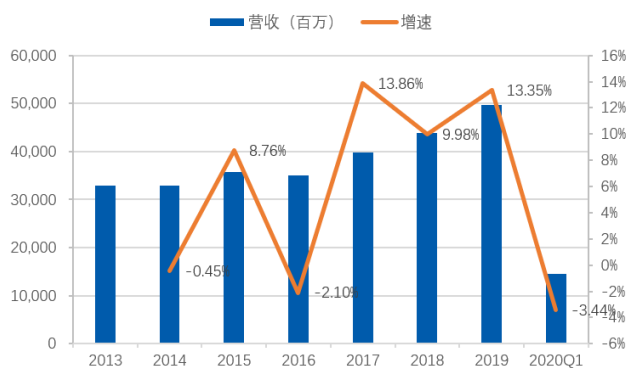
第二，引入国新等 12 名战略投资者，他们具有国内外丰富的资本运作经验，在融资能力和资金实力上都对老凤祥有限的发展带来了极大的利好。

第三，目前老凤祥有限的骨干员工得以持有公司股权，通过较为宽松的利益绑定形式，激发了他们的工作动力，稳固了核心管理团队。

1.4. 规模持续扩张，盈利能力不断增强

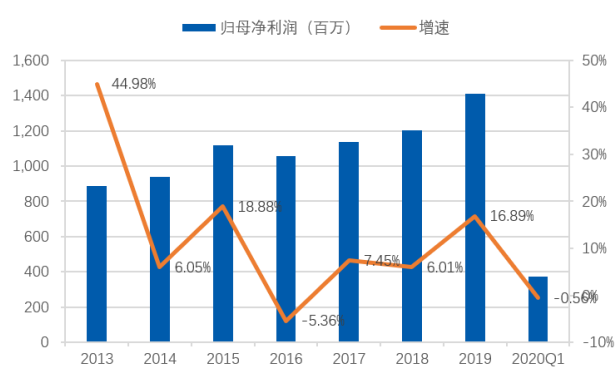
业务规模持续扩张，盈利能力不断增强。2016 年以来，随着公司对外扩张步伐的加快，公司主营业务规模实现高速增长，同时公司盈利能力不断加强。2019 年公司营收及归母净利润均实现双位数以上增长。2020Q1，由于受到新冠肺炎疫情冲击，公司在行业整体面对极端困难的情况下，仍然实现营收和归母净利率基本和上年持平的业绩，显示出公司强大的经营能力和盈利能力。

图 13：2013 年以来公司营收及增速



数据来源：东北证券，公司公告

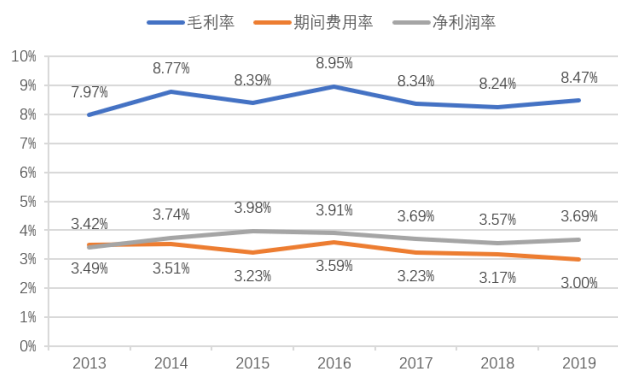
图 14：2013 年以来公司归母净利润及增速



数据来源：东北证券，公司公告

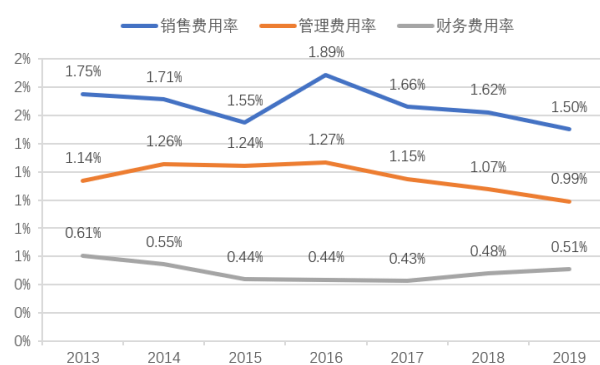
毛利率水平保持稳定，盈利能力处于行业前列。公司整体毛利率水平保持稳定，2017-2019 年有所提高。分品类来看，作为主营业务的珠宝首饰毛利率维持在相对稳定的水平，保证了公司的盈利能力。黄金交易毛利率在较低的水平徘徊。笔类和工艺品毛利率自 2017 年以来提升显著。公司净资产收益率常年维持在 20%以上，处于行业前列，显示出公司出色的资产经营能力。

图 15: 保持较高的盈利能力



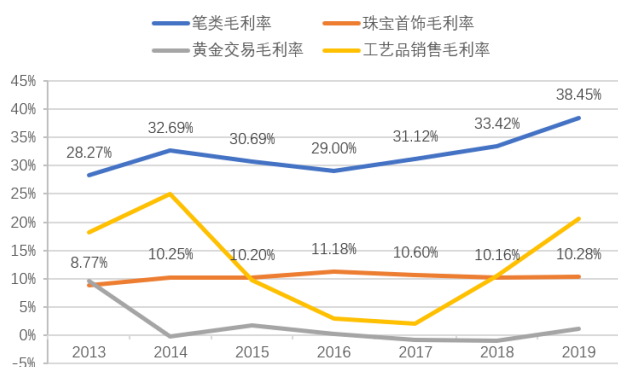
数据来源：东北证券，公司公告

图 16: 期间费用率呈下降趋势



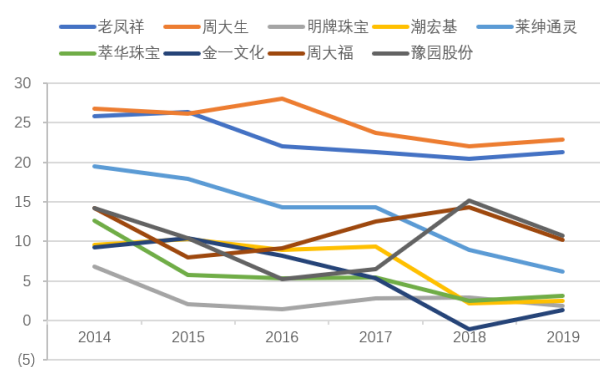
数据来源：东北证券，公司公告

图 17: 分产品毛利率情况



数据来源：东北证券，公司公告

图 18: 老凤祥净资产收益率处于行业前列



数据来源：东北证券，Wind

2. 行业发展趋于集中，金价持续上涨利好企业盈利水平提升

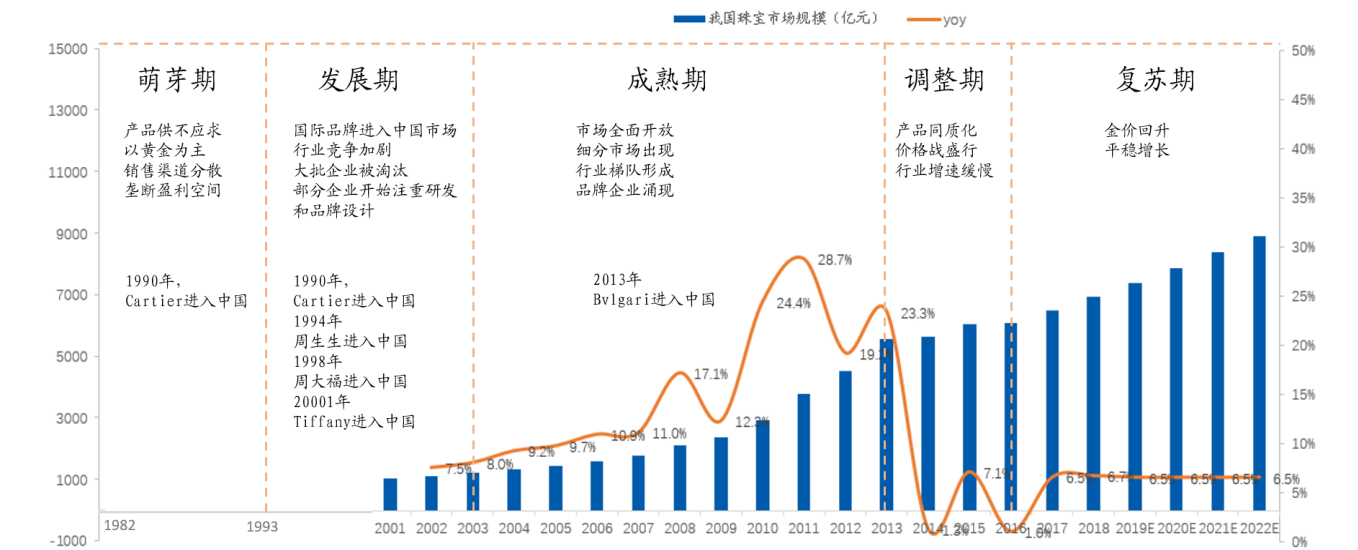
2.1. 我国珠宝行业发展平稳，镶嵌首饰成长空间广阔

2.1.1. 珠宝行业进入复苏期，整体增速稳定

根据欧瑞国际的数据显示，2018 年我国珠宝行业规模达到 6965 亿元，同比增长 6.72%，回顾我国珠宝行业的现代发展，共历经五个阶段。萌芽期（1982-1993 年）：珠宝首饰行业处于发展初期，由于我国轻工业发展水平落后，以及国家对黄金产品市场管制等原因，珠宝产品处于供不应求状态。消费者也主要注重黄金的价值属性，市场以高纯度的黄金首饰为主。发展期（1993-2003 年）：1993 年国务院确定黄金市

市场化改革方案，2002 年上海黄金交易所设立，国内外优秀珠宝品牌逐渐进入市场，行业发展提速，竞争加剧，使得企业开始注重品牌建设和产品设计研发。**成熟期（2003-2013 年）**：国家全面放开贵金属市场，行业发展进入“黄金十年”，实现爆发式增长。行业梯队逐渐形成，品牌企业不断涌现。**调整期（2013-2016 年）**：行业同质化严重，价格战盛行，同时叠加金价下跌，行业增速放缓。**复苏期（2016 年至今）**：金价逐渐回升，行业发展回暖，企业营收平稳增长，行业进入良性发展阶段。

图 19：我国珠宝首饰行业发展历程

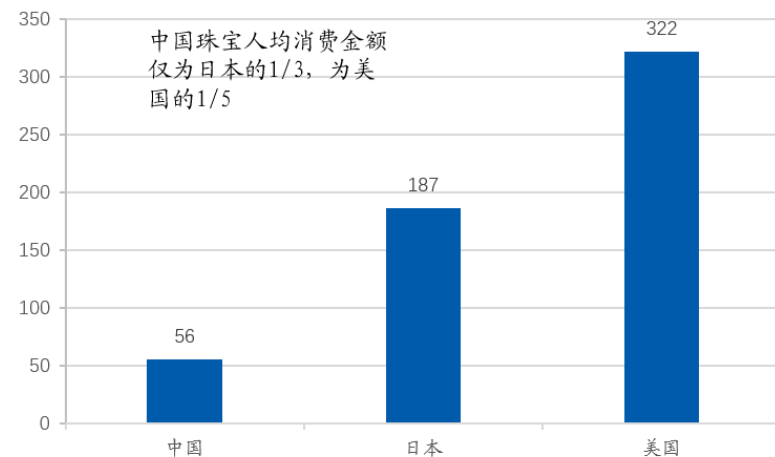


数据来源：东北证券，Euromonitor，周六福珠宝招股说明书

2.1.2. 我国珠宝市场以黄金珠宝为主，钻石饰品具有较大提升空间

我国人均珠宝消费远低于发达国家，提升空间广阔。根据中国玉石首饰行业协会统计数据显示，2018 年我国人均珠宝消费金额为 56 美元，仅为美国人均珠宝消费额的 1/5 和日本人均珠宝消费额的 1/3，远远低于欧美日韩等成熟国家水平，考虑我国人均可支配收入持续提升，消费升级趋势明显，预计未来人均珠宝首饰消费金额具有较大的成长空间。

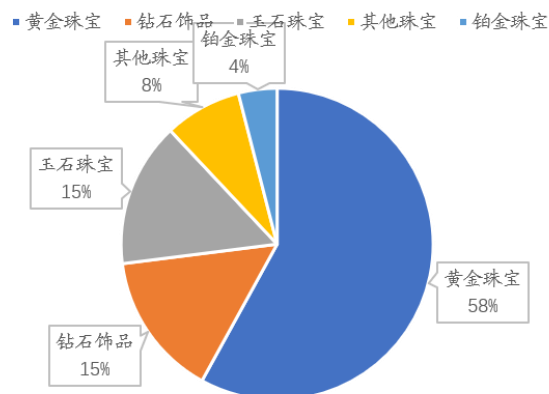
图 20：我国人均珠宝消费成长空间广阔（单位：美元）



数据来源：东北证券，中国玉石首饰行业协会

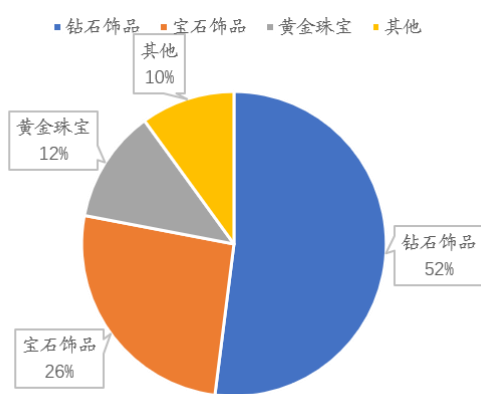
我国珠宝市场以黄金珠宝为主，钻石饰品具有较大提升空间。按照材料不同，珠宝饰品可分为黄金饰品、钻石饰品、玉石珠宝、铂金珠宝和其他珠宝等。在中国崇尚黄金饰品的文化传统以及黄金兼具投资属性的背景下，黄金饰品在我国珠宝首饰市场占比一直比较高，2018 年占比达 58%，钻石饰品和玉石珠宝的占比均为 15%。从国际市场上看，美国、日本、欧洲等发达国家珠宝首饰市场均以钻石珠宝为主流，相比于国际市场，我国钻石饰品具有较大的提升空间。

图 21：中国珠宝市场分品类占比



数据来源：东北证券，周六福招股说明书

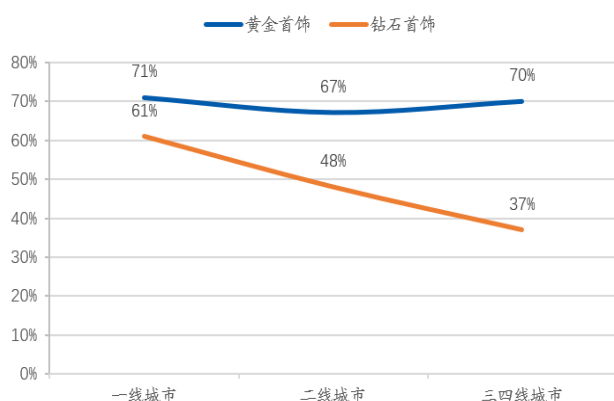
图 22：美国珠宝市场分品类占比



数据来源：东北证券，前瞻产业研究院

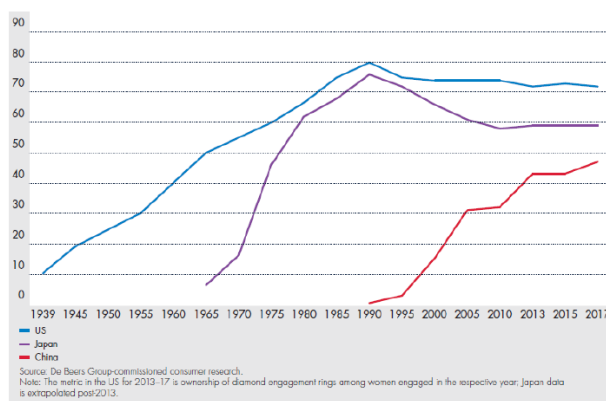
黄金饰品渗透率较高，钻石首饰空间广阔。根据世界黄金协会调查数据显示，我国一线/二线/三四线城市的黄金首饰渗透率已经达到 71%、67%和 70%，而钻石首饰渗透率分别为 61%、48%和 37%。由此可见，我国黄金饰品在各线城市已经达到了相近的渗透率，而钻石首饰在低线城市的渗透率仍然远低于一线城市，未来随着三四线城市消费升级趋势持续，婚庆消费观念的改变，低线城市钻石消费将继续向高线城市看齐。另外，根据戴比尔斯发布的《2018 年钻石行业分析报告》显示，我国新婚夫妇钻戒的购买比例逐年上升，但同欧美日等发达国家相比仍具有一定差距，未来持续看好钻石类产品在我国珠宝首饰市场的成长空间。

图 23：我国黄金及钻石饰品渗透率



数据来源：东北证券，周六福招股说明书

图 24：中美日三国婚戒购买比例



数据来源：东北证券，戴比尔斯，《2018 年钻石行业分析报告》

2.2. 行业分散，品牌往中高端发展，未来将趋于集中

2.2.1. 我国珠宝行业品牌分层现象明显

目前我国珠宝首饰市场已经形成了差异化的梯队分布局面。由于珠宝行业目前市场化程度较高，国外及香港奢侈品牌进入较早，外资品牌在产品设计、品牌知名度上具有更高的优势，目前国内珠宝首饰中高端市场已被外资品牌垄断，中高端市场上存在大批香港及内地品牌，低端市场主要是一些分散的区域性品牌。另外，近年一些小众品牌凭借新颖的款式及品牌设定也赢得了一定的市场。

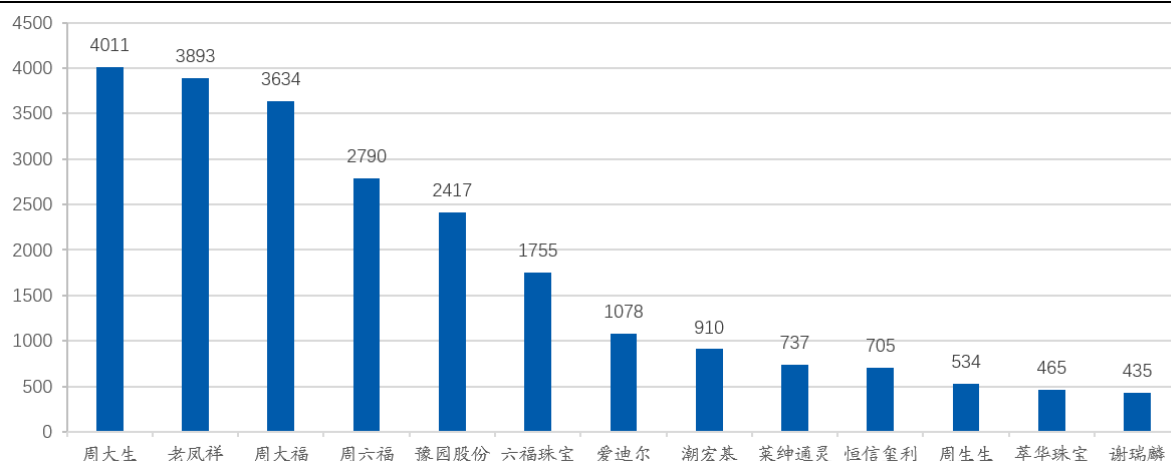
图 25：我国珠宝首饰市场品牌分布

高端品牌	中高端品牌	中小品牌	新兴品牌
国际品牌 Cartier BVLGARI TIFFANY & CO. 品牌知名度高，品牌优势明显，产品价格昂贵，受众群体有限。多以直营为主要销售渠道	港资品牌 周大福 周生生 六福珠宝 TSL 謝瑞麟 内地全国性品牌 老凤祥 周大生 潮宏基 明牌珠宝 IDEAL 爱迪尔珠宝 市场占有率较大，具有一般消费者可接受的性价比。多采取“直营+加盟”方式	内地地方性品牌 莱百首饰 萃华珠宝 金伯利钻石 戴梦得 数量多、规模小、较分散，价格低廉。以直营为主。	新兴小众品牌 Darry Ring IDo 设计新颖，受众较小，受年轻人喜欢。以直营为主。同时采取网络销售。

数据来源：东北证券，周六福招股说明书，各品牌官网

从销售渠道来看，国际品牌以及周大福、周生生等港资品牌多采用线下自营店方式。采取自营渠道有利于对门店有效控制，以及品牌形象的维护。以老凤祥、周大生、周六福为代表的内地品牌多采用“自营+加盟”的方式进行渠道建设，能够快速实现规模的扩张，抢占市场份额。近年随着线上平台的不断渗透，一些品牌也在尝试开辟线上渠道。从门店数量来看，目前周大生、老凤祥处于第一梯队，门店总数超过 3000 家。周大福、周六福、豫园股份处于第二梯队，门店总数超过 2000 家。其余品牌门店总数低于 2000 家。

图 26：各品牌门店数量

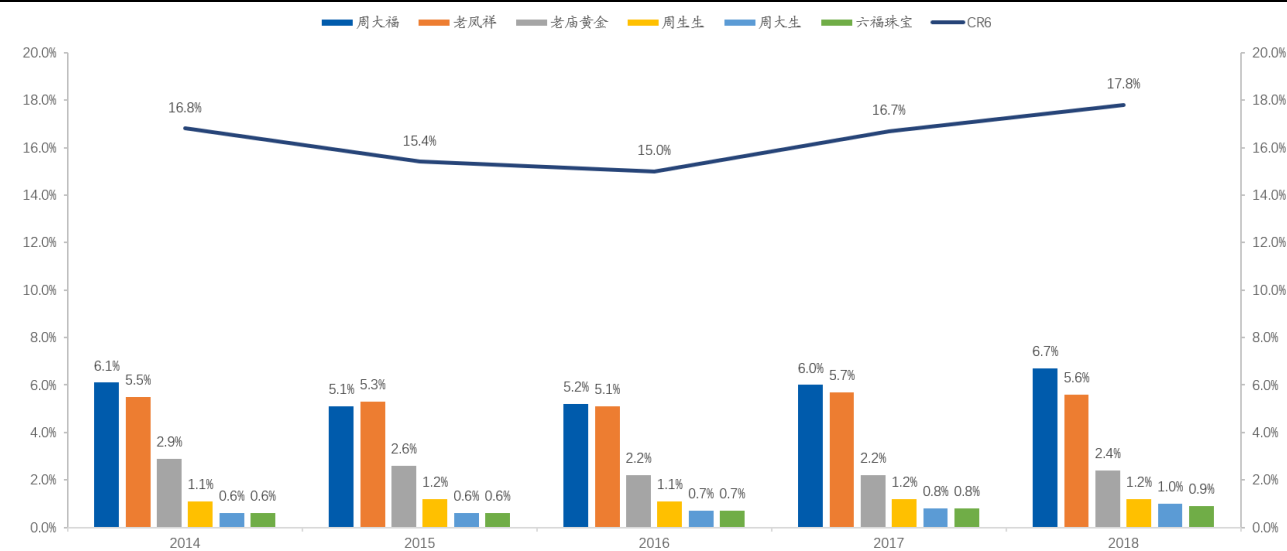


数据来源：东北证券，公司公告，各公司官网，门店数据截止 2019 年 12 月

2.2.2. 行业集中度低，未来将趋于集中

目前我国珠宝首饰行业高端市场主要是国际品牌，由于受众较小，价格昂贵，市场份额较低。但中高档品牌的竞争参与者众多，港资与内地全国性品牌的产品之间差异较小，竞争非常激烈。此外，行业内还存在众多地方性珠宝企业，他们普遍销售规模较小、分布较为分散。上述原因综合导致我国当前珠宝首饰行业集中度较低。从 2014-2018 年我国珠宝首饰行业市场份额变动来看，以周大福、老凤祥、周大生等为首的前六大品牌市的市占率自 2016 年以来呈上升趋势，但 2018 年仅为 17.8%。

图 27：我国珠宝行业前六大品牌市占率



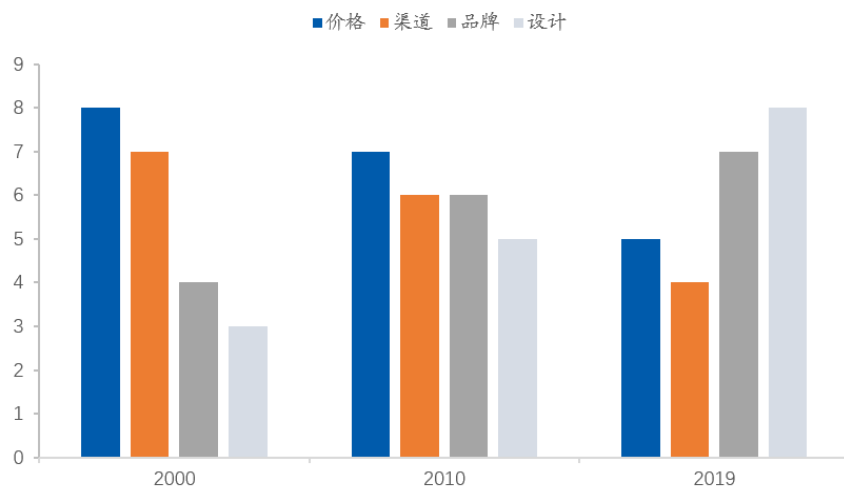
数据来源：东北证券，Euromonitor，以 GMV 计算，周大生市占率排名第三。

未来随着消费者收入水平的提升以及对品牌意识的不断增强，行业整合速度将进一步加快，一些资金实力较弱，产品缺乏特色、品牌形象模糊的中小珠宝首饰企业将面临淘汰。行业将向更具有品牌力、渠道优势以及产品设计能力的头部企业集中。

2.2.3. 行业由渠道驱动向品牌与设计驱动升级

行业发展初期，各品牌产品之间差异化较小，而且消费者对于珠宝品牌的认知与购买主要通过实体门店，企业可以通过大范围的渠道建设实现高速扩张。但随着市场的不断成熟，各品牌之间竞争加剧以及消费者对产品品质要求的提高，具有深厚品牌内涵、款式设计新颖多样的珠宝首饰企业品牌越来越受到消费者的认可和青睐。根据 CBNdata 的数据显示，消费者对于奢侈品的购买驱动因素也正在由过去的价格和渠道驱动向品牌与设计驱动转变。品牌塑造与产品设计能力正在成为珠宝企业的核心竞争力。

图 28: 行业由渠道驱动向品牌与设计驱动转换



数据来源: 东北证券, 2019 天猫奢侈品行业消费白皮书, CBNdate

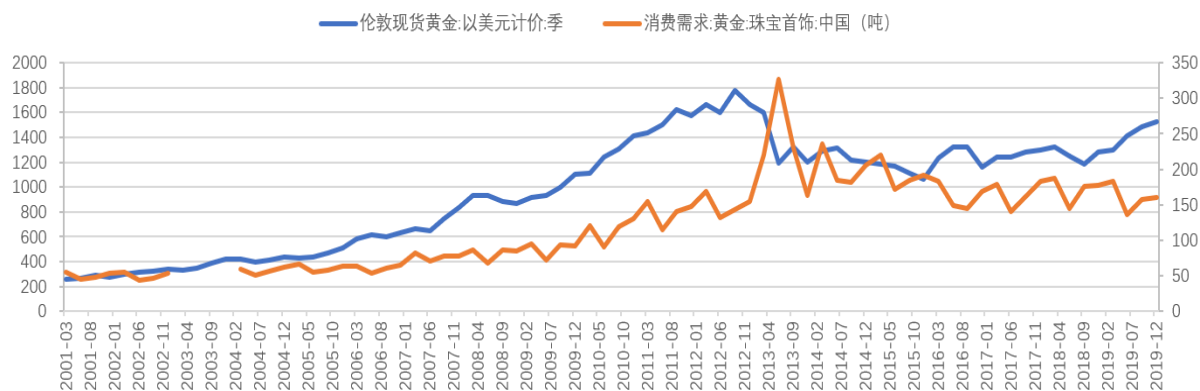
2.3. 疫情之后, 黄金珠宝饰品有望迎来量价齐升

2.3.1. 黄金首饰需求相对黄金价格变动具有滞后性

通过复盘 2001 年以来黄金价格变动和黄金珠宝首饰消费需求, 我们可以发现, 黄金珠宝首饰的消费需求与黄金价格具有显著的正相关性, 而且呈现出黄金珠宝首饰消费需求滞后黄金价格变动的特点。在黄金价格上涨初期, 消费者普遍具有观望情绪, 黄金饰品消费受到暂时压制, 当黄金上涨预期确定, 消费者开始购买黄金, 当黄金价格高位震荡时或者大幅下跌时, 消费者购买黄金饰品的热情最高。

2001-2012 年黄金价格稳步上升, 我国黄金珠宝首饰需求也稳步提升。2012-2013 年黄金价格暴跌, 引发抢购黄金的热潮, 黄金饰品销售大增。2018 年, 黄金价格进入新一轮上涨周期, 金价上涨初期, 黄金饰品销售受到暂时压制, 2019 年以来黄金价格上涨趋势基本确定, 黄金饰品销售开始回暖。

图 29: 黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动

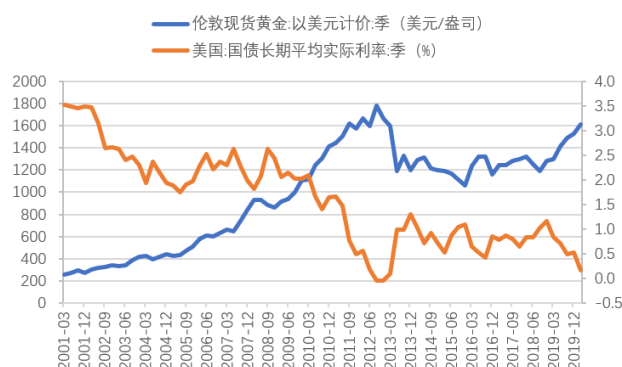


数据来源: 东北证券, Wind

2.3.2. 避险属性凸显，黄金价格持续上涨

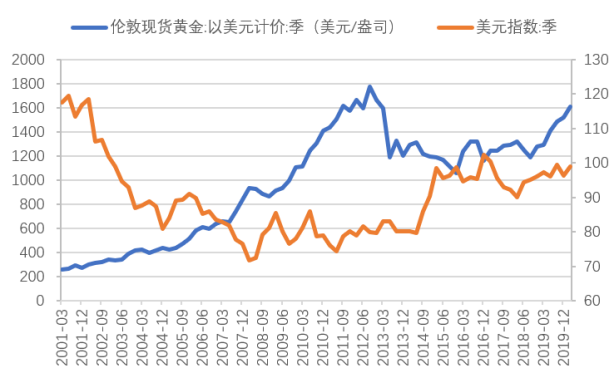
黄金兼具商品和货币属性，金价主要受美国实际利率、美元信用和避险需求影响。具体来看，金价与实际利率和美元信用负相关，与风险呈正相关。目前由于新冠肺炎疫情冲击，全球主要国家央行已经开启了新一轮量化宽松，实际利率下行趋势明显，零利率和负利率将成为后续一段时间的常态。同时，为应对新冠肺炎疫情冲击，美国财政赤字飙升，叠加无限的量化宽松带来的货币超发，削弱了美元信用。此外，中美贸易摩擦以及逆全球化风险都将带来极大的不确定性，黄金价格预计将持续上涨，可能突破 2011 年高点，维持高位水平。

图 30: 金价与美国实际利率呈负相关



数据来源：东北证券，Wind

图 31: 金价与美元指数呈负相关

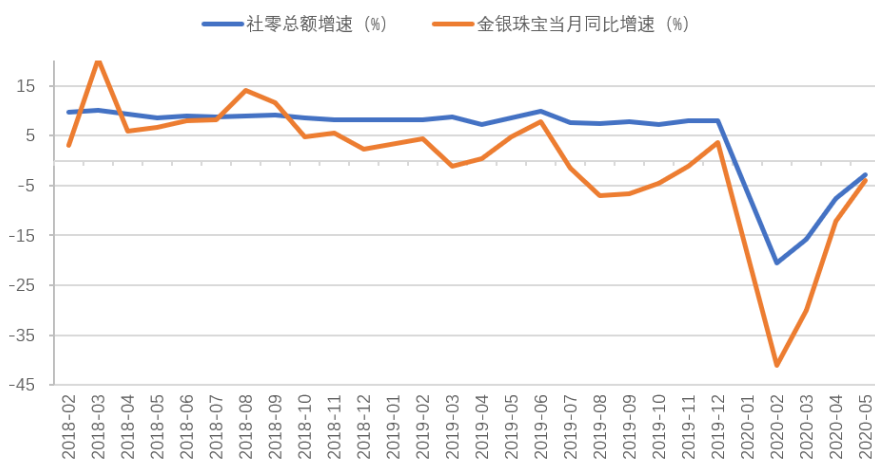


数据来源：东北证券，Wind

2.3.3. 受疫情及民间风俗影响，2020 年下半年婚庆需求有望反弹

2019 年由于阴历和农历算法原因，导致 2019 年农历年份中没有立春，该年份在民间被称为“寡妇年”，传统观念认为该年份不适合婚配。叠加 2019 年宏观经济增速下行趋势明显，社零总额增速下行，限额以上企业珠宝饰品零售额增速下行明显。2020 年上半年受新冠肺炎疫情冲击，婚庆需求大幅延后，预计随着下半年国内疫情形势的好转，婚庆逐渐放开，2019-2020 年上半年的婚庆将迎来一波反弹，将有效带动婚庆类金银珠宝首饰的销售。

图 32: 限额以上企业金银珠宝零售额同比增速



数据来源：东北证券，Wind

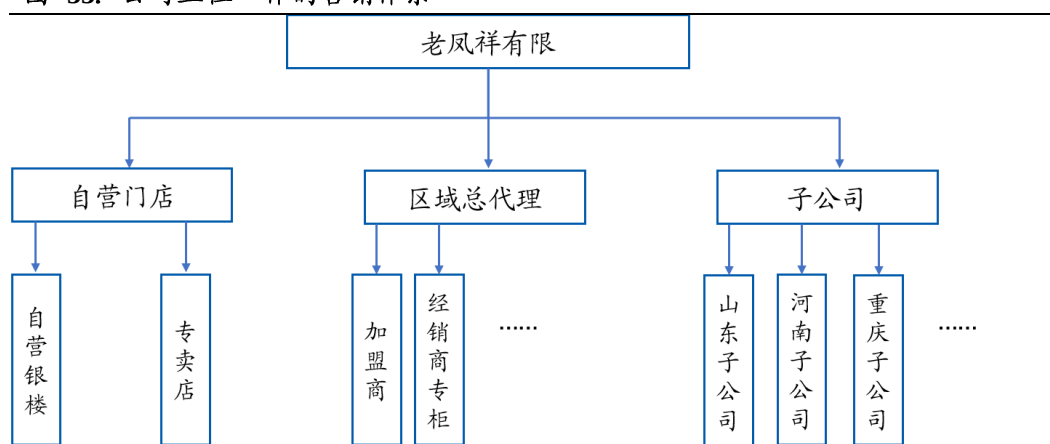
3. 产品持续升级，渠道不断扩张

3.1. 业内领先的渠道实力，用品牌与设计吸引客户群体

3.1.1. 国内外渠道持续发展，三四线城市抓紧布局

“五位一体”营销体系，门店扩张持续提速。公司不断优化完善老凤祥自营银楼、合资公司、总经销、专卖店、经销商专柜这“五位一体”的营销体系，规范区域总代理和分公司的销售模式，强化市场管理，精准施策，重点突破。公司赋予区域总代理在相应区域内自由开店的权利，实现加盟门店的快速布局。通过设置子公司的形式，带动重点区域发展，比如山东、河南、重庆地区的三家子公司业绩增速高于全国平均水平。

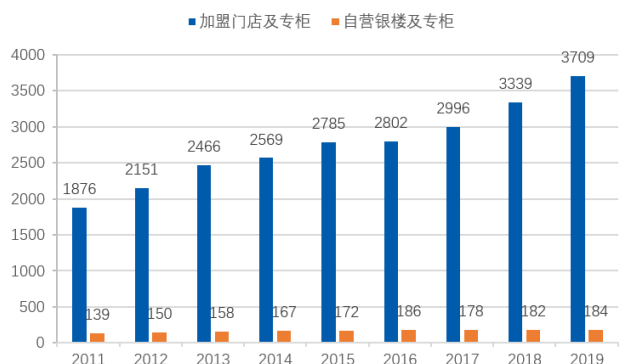
图 33：公司五位一体的营销体系



数据来源：东北证券，公司公告

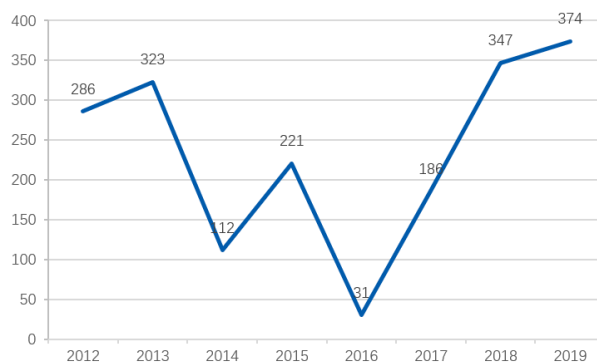
销售渠道以加盟为主，自营为辅。公司以区域子公司、总代理为核心，持续推动渠道下沉，做精做细市场，不断提升市场占有率。公司目前以加盟门店为主，截止 2019 年底，老凤祥全球销售网点达到了 3893 家，比上年净增加 374 家，新增门店数为近五年来最多。其中，加盟门店 3709 家，比上年净增加 370 家；自营门店 184 家，比上年净增加 2 家。从开店节奏上看，2016 年以来，公司开店不断提速。

图 34：公司加盟店和自营店数量



数据来源：东北证券，Wind

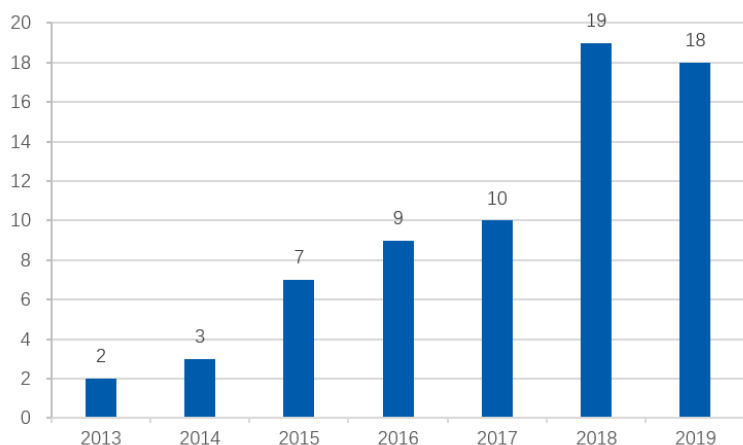
图 35：2012 年以来公司每年净开门店数量



数据来源：东北证券，Wind

走出国内，布局国际市场。2012 年以来，公司开始积极扩展海外市场，进行国际化经营探索，截止 2019 年底，公司已经在香港和澳洲等地开设了 19 家门店，极大地提高了公司国际知名度和影响力，未来公司有望进一步扩展东南亚市场，打造亚洲知名珠宝连锁品牌。

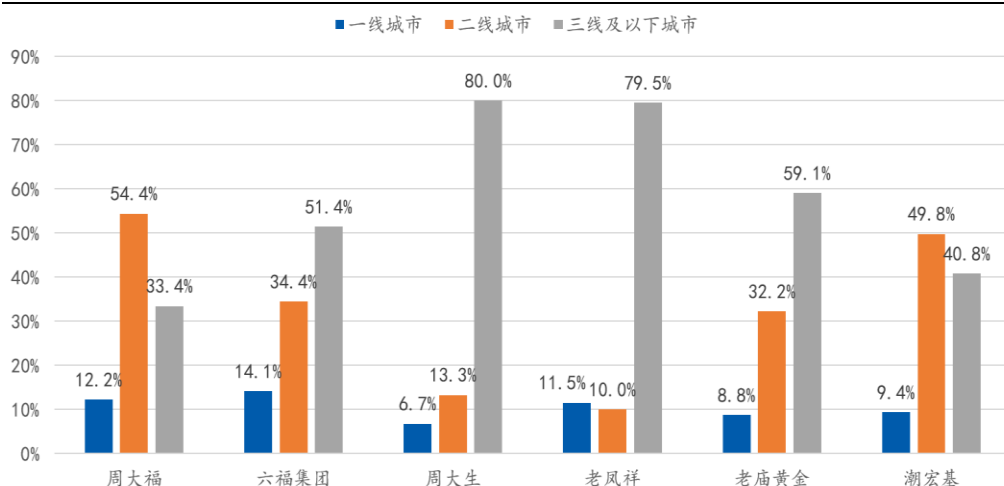
图 36: 公司海外门店数量



数据来源：东北证券，公司公告

大力布局三四线，低线城市市场占有率第一。当前我国珠宝市场在一二线城市逐渐饱和，三四线及以下城市逐渐成为珠宝首饰的消费主力，各大珠宝商纷纷进入三四线城市抢占市场份额，老凤祥尤为突出。根据华经产业研究院整理，2018 年老凤祥销售网点分布为一线城市 11.5%，二线城市 10%，三线及以下为 79.5%。三线城市及以下城市占比远远高于其他大型珠宝商，这得益于老凤祥一早设立的营销模式：自营银楼建设、合资公司、总经销、经销商和专卖店五位一体，其中总经销和经销商作为加盟的主要部分，为企业开拓新兴市场提供重要支撑作用。

图 37: 国内主要珠宝首饰品牌门店分布情况



数据来源：东北证券，公司公告

3.2. 从采购、设计、生产到销售，完整产业链决定公司竞争力

整体来看，珠宝行业的产业链分为三部分，上游为原材料供应商，中游为设计加工

厂商，下游为产品零售商，中游和下游厂商不具有议价的能力，原材料供应商一般在上海黄金交易或钻石交易所有席位，从交易所购入黄金和钻石原材料，再将原材料卖给珠宝厂商。老凤祥拥有的完整产业链大大提升了产品在市场上的竞争力，这种产品竞争力反映在成本、设计能力和生产能力上。

老凤祥作为一家一体化综合性珠宝首饰企业，业务链条涵盖从源头采购到设计、生产、销售全面发展。公司拥有黄金珠宝首饰加工基地，还有博物馆、典当行和拍卖行等附加设施。综合型企业的优势为维护自身形象的成本不会很高，经典且销量好的产品系列比较多。劣势为整体的运营成本会比较高，并且对于公司自我管理的能力提出更高要求。

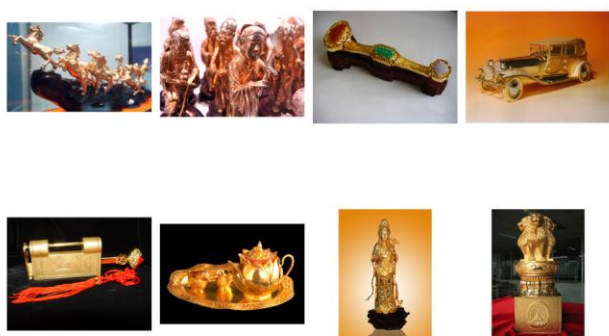
3.2.1. 两大生产基地助力公司产品不断更新

老凤祥拥有两大珠宝饰品生产基地，分别为东莞素金和镶嵌生产基地。如今，两大基地通过自主创新和研发，掌握了一批业内领先的生产技术，并且基地配备了国内一流的珠宝首饰生产机械和引入了世界领先的生产设备。其中，素金生产基地已经通过了高新技术企业认定，专利颇丰，很多专利已经转化为实际成果，较大程度的提升了珠宝饰品的产能和品质。两个生产基地，让手工加工的行业传统转变为机械化加工，极大地提升了生产效率、加工精度和产品质量，形成现代化和数控化的生产链，支撑起国内和国外的产品需求。

3.2.2. 优秀的设计能力助力产品持续升级

公司聚集了一批业内顶尖的领军人物与优秀人才，包括国家级工艺美术大师 8 人，市级工艺美术大师 9 人，中高级人才数量领先于业内。公司的产品更新率维持在全年 27%。公司先后推出多款产品系列来满足不同消费群体，中高端产品均有覆盖，例如有“灵羽”系列、“凤祥喜事”黄金首饰系列、迪士尼 2018 年新季系列等产品、以及面向大众的多元市场的老凤祥“古法金”产品。产品样式和内涵双管齐下，极大的满足了不同消费者的需求。经典畅销的产品系列加强了品牌的知名度、美誉度和顾客的忠诚度，让传承悠久的历史重新焕发活力。而经典和时尚的结合正是老凤祥珠宝产品的发展方向。

图 38: 公司古法金部分产品



数据来源：东北证券，公司官网

图 39: 公司迪士尼 IP 产品



数据来源：东北证券，公司官网

积极拓展非婚庆需求，拓展产品矩阵。目前公司以婚庆类的黄金饰品为主，也在积极发掘消费者日常佩戴需求。一方面，公司不断升级黄金产品，提升高附加值的 K 金、硬金销售占比。另一方面，开发钻石、珍珠镶嵌类产品、手表、胸针饰品、工

艺旅游纪念品等品类。近年，公司非黄金类产品销售占比不断提高，从 2016 年的 18%提升到 2019 年 22%。

图 40: 公司多元化的产品品类



数据来源：东北证券，公司官网

3.3. 人才培养机制逐步建立，公司治理稳步推进

3.3.1. 多方面培养人才，多渠道治理公司

管理层和骨干员工股权绑定。公司一直贯彻《“双百行动”综合改革实施方案》，积极开展“双百行动”，通过工艺美术基金持股，对管理层和核心骨干员工进行深度绑定，充分调动“老凤祥有限”核心员工的积极性、主动性，激发企业改革发展的内生动力，推动企业高质量的发展。

加快试行子公司职业经理人制度。公司将在子公司中，选择 3-5 家试点企业，坚持以市场、改革、业绩为导向，逐步建立市场化的职业经理人管理模式。通过完善选人用人和薪酬分配制度，健全考核、激励和评价机制，运用市场化手段加快推进和优化公司经营管理人才的培育。

激励机制中层、基层全员覆盖。公司积极推进“设计师、技师、制作工、营业员”四大首席聘任制和一、二、三级的梯队递进体系，实施分配激励向关键岗位、关键人才重点倾斜，员工收入分配与工作业绩挂钩等一系列改革创新举措，建立起了“利益共享、风险同担”的激励机制，为企业用人、育人、留人营造了良好的环境。

全面落实“凤翔计划”，加速后备人才培养。公司非常重视各类人才的培训和储备，通过充分挖掘企业内部资源，加强培训的针对性，制定与企业用人计划相适应的培训计划。不断加大培训覆盖群体，综合兼顾生产、管理、营销等各个条线，全面提升后备人才的综合素质。

3.3.2. 引入外来投资者盘活公司股权

2018 年，公司借助“双百行动”引进了以央企国新为核心的战略投资者，由其受让

了核心子公司“老凤祥有限”的职工持股会及自然人经营者的全部股权，解决了“老凤祥有限”积压多年的历史股权问题。此外，公司还对上海西泠印社有限公司等一些重点子公司进行了股权调整。公司通过上述股权改革，不仅有效解决了下属重点子公司股权僵化的问题，有利于今后建立更加科学、合理、规范的资产架构；也在战略合作层面实现了强强联合，为未来公司实现全球资源配置、扩大国际市场份额，推动老凤祥品牌逐步由民族品牌向国际品牌转型打下了坚实的基础。

3.3.3. 数字化成为未来重点发展方向

首先，之前老凤祥数字化上表现欠佳，会员在全国范围内不能做到信息流通，微信公众号和微博经营效果差，粉丝数较少，信息更新频率低，说明公司对用户数字化运营不够重视，忽略对用户信息收集与管理。2018年以来，公司已经注意到会员制的重要性，开始着手打造自己的会员体系，相信体系建成后，对公司提升精准营销能力和用户服务方面发挥重要作用。

其次，老凤祥门店数字化也做的不够，线上支付基本在门店内看不到，商品也没有二维码信息，门店数字化薄弱会影响用户资产数字化的运营，公司在这方面有很大的提升空间。

最后是网店数字化，虽然珠宝首饰作为奢侈品，消费者在购买者处于谨慎性考虑一般考虑线下购买，但是网店依然会给整个营销局面带来新的增长动力。在互联网时代，网店对产品的宣传重要性是毋庸置疑的，对客户群体的吸引往往胜过很多其他渠道，线上引流线下营销是当前珠宝首饰行业的一个趋势，公司在这方面还可以做得更好。

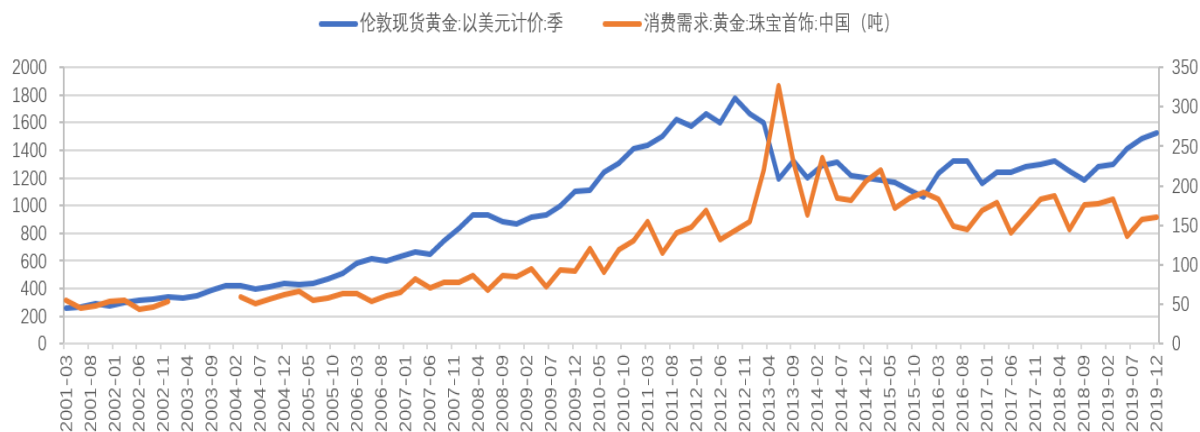
4. 金价上涨助力公司价值成长

4.1.1. 黄金价格：公司业绩的催化剂

从前面的分析我们可以看出，黄金饰品销售与金价具有明显的正相关性，而且具有一定的滞后性。公司近三分之二的营收来自于黄金珠宝销售，而黄金珠宝中大部分是黄金饰品，所以黄金价格是影响老凤祥业绩的重要因素。

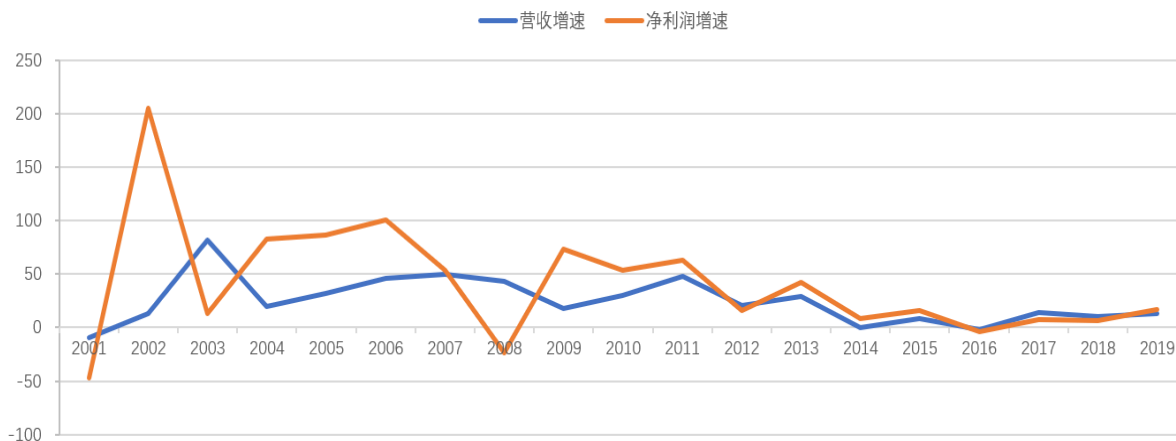
通过复盘公司业绩与黄金价格的走势，我们可以看到2001-2012年随着黄金价格的持续走高，公司业绩维持较高的增速；2012-2013年黄金价格大跌，引发黄金抢购潮，公司2013年业绩增速迎来一波反弹；2013-2016年，黄金价格缓跌，公司业绩增速持续下滑；2016年至今，黄金价格重新进入上升通道，公司业绩增速也开始逐渐回升。2019年在消费增速整体下滑的情况下，得益于黄金价格的上涨，公司营收增速达到13.35%。2020年一季度，在行业整体受肺炎疫情影响的情况下，公司营收同比仅下滑3.44%，净利润同比仅下滑2.90%，远远好于以镶嵌饰品为主的周大生。

图 41: 黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动



数据来源: 东北证券, Wind

图 42: 2001 年以来公司业绩增速 (%)



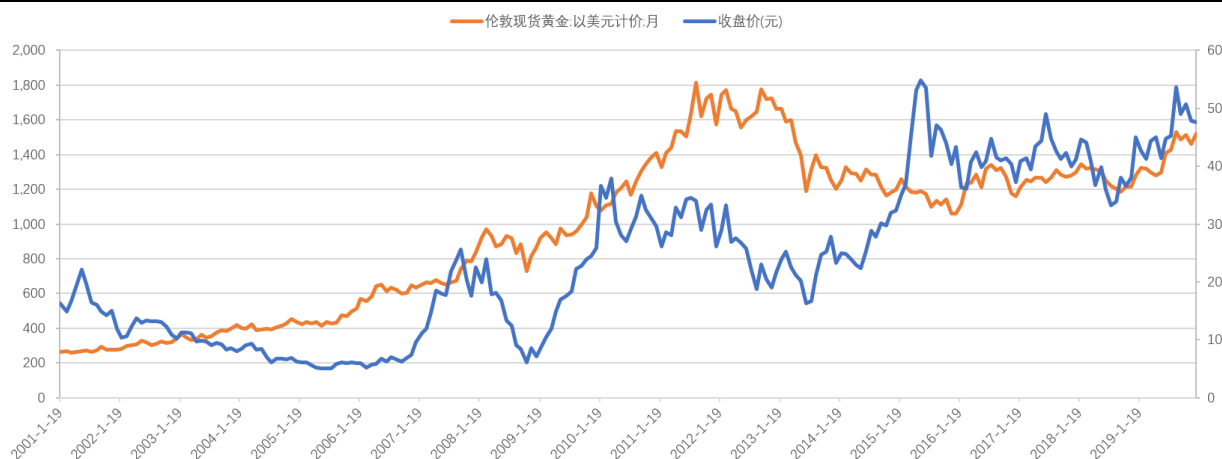
数据来源: 东北证券, Wind

4.1.2. 黄金价格: 公司股价的催化剂

通过复盘公司股价和黄金价格的历史走势, 我们可以看出公司股价走势与金价变化具有一定的正相关性。黄金价格处于高位时公司股价表现好于黄金价格大幅下跌时, 尤其是 2016 年以来, 公司股价和黄金价格变动基本同步。

2018 年以来, 黄金价格因为地缘政治、中美贸易摩擦等原因持续走高, 尤其是 2020 年以来, 新冠肺炎病毒肆虐全球, 避险情绪高涨, 黄金价格继续上涨, 有望突破前期高点。金价上涨将为公司股价带来正向作用。

图 43: 公司股价和金价具有一定的正相关性



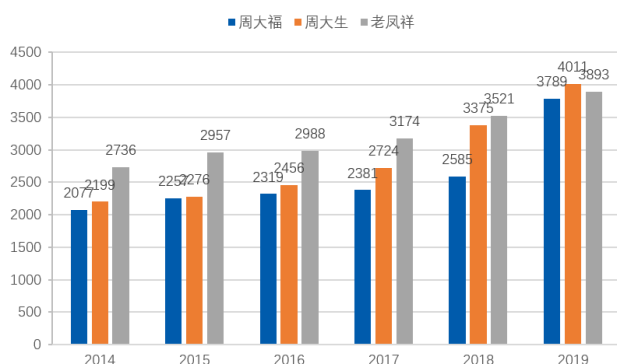
数据来源: 东北证券, Wind

5. 同行业公司对比: 高周转批发模式带来高 ROE

从目前我国珠宝首饰市场占有率上来看, 周大福、老凤祥和周大生位列前三。这三家公司近年发展都很迅速, 但是他们整体运营模式有所不同。从产品上来看, 周大福和老凤祥均以黄金饰品为主, 周大生突出镶嵌饰品。从产业链经营模式上看, 周大福和老凤祥布局珠宝首饰行业的原材料采购、生产制造和终端销售全产业链, 而周大生将生产制造进行外包, 着力发展品牌和渠道。从开店布局来看, 周大福主要布局一二线等高线城市, 老凤祥和周大生均布局三四线城市。

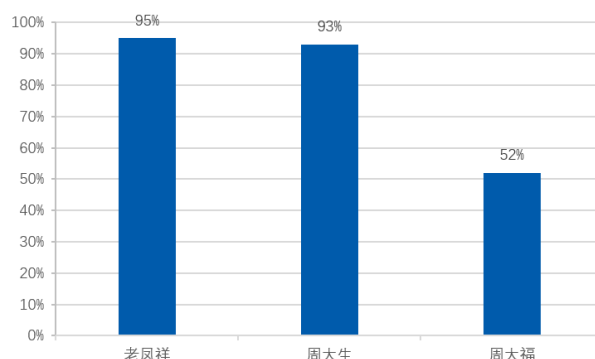
从渠道扩张方面来看, 老凤祥和周大生均主要采用加盟模式, 在三四线快速开店, 占据低线市场。而周大福早期主要在一二线城市开设自营店, 在 2018 年开始加速加盟店的扩展进军三四线, 截止 2019 年底, 老凤祥加盟店占比为 95%, 周大生加盟店占比为 93%, 周大福加盟店占比为 52%。

图 44: 可比公司门店扩张情况



数据来源: 东北证券, Wind

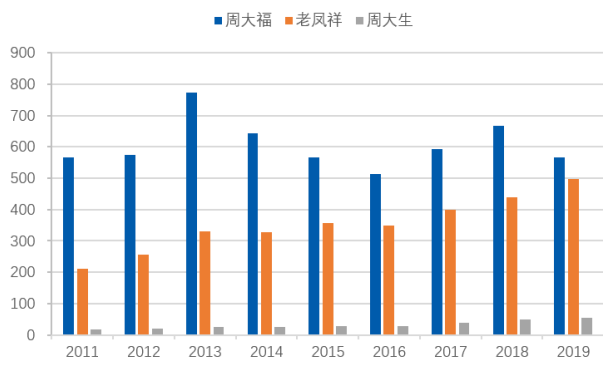
图 45: 可比公司加盟店占比



数据来源: 东北证券, Wind

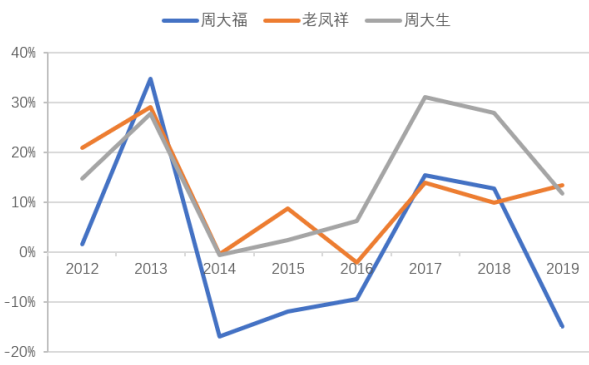
从销售收入来看，得益于加盟门店的高速扩张，2011-2019 年老凤祥与周大生营收实现稳步增长，而周大福主要采用自营模式，营收处于波动状态。2011 年老凤祥营收仅为周大福营收的 37%，2019 年老凤祥与周大生营收比例已经达到 87.45%。从营收增速来看，周大生增速高于老凤祥和周大福。

图 46: 可比公司营收情况 (亿元)



数据来源：东北证券，Wind

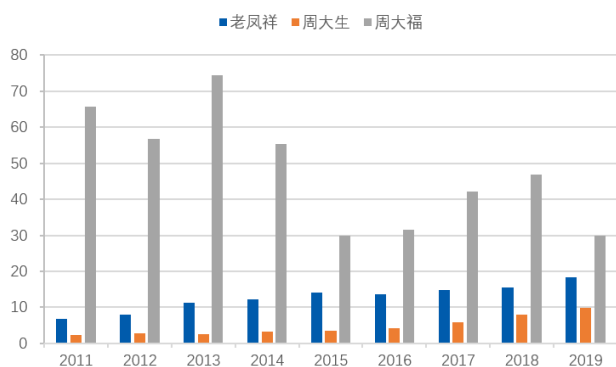
图 47: 可比公司营收增速



数据来源：东北证券，Wind

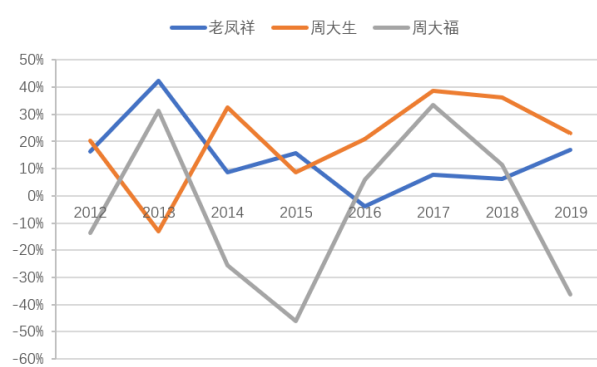
从净利润规模来看，2011 年以来，老凤祥和周大生的净利润规模持续放大，而同期周大福净利润规模处于动态下降趋势。2011 年老凤祥净利润仅为周大福的 10.39%，2019 年老凤祥与周大生近利润比例已经达到 61.36%。

图 48: 可比公司净利润情况 (亿元)



数据来源：东北证券，Wind

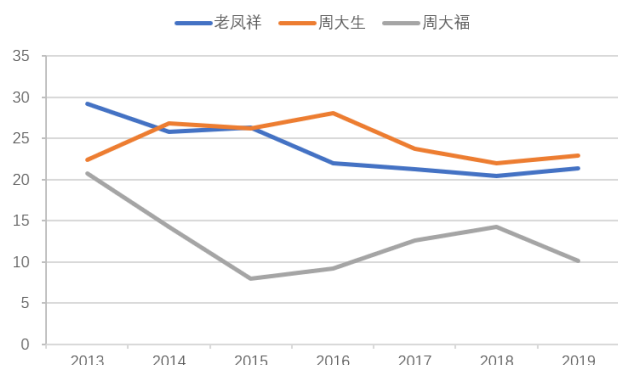
图 49: 可比公司净利润增速



数据来源：东北证券，Wind

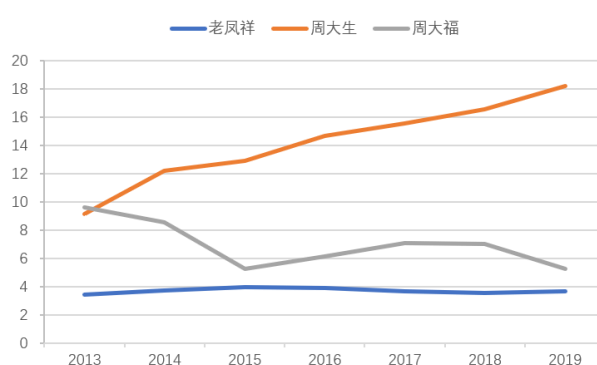
从净资产收益率来看，老凤祥和周大生 ROE 连续多年维持在 20% 以上的高水平。具体拆分来看，老凤祥主要采用批发模式，销售净利率相对于周大福的自营和周大生的指定供应商模式更低。与周大生相比，老凤祥产品主要为黄金，销售周期相对镶嵌饰品更短，因此老凤祥的资产周转速度更快。与周大福相比，老凤祥主要采用批发模式，可以迅速向加盟商铺货，资产周转速度更快。从财务杠杆情况来看，老凤祥权益乘数在缓慢下滑，但是仍然高于周大生和周大福。

图 50: 可比公司 ROE



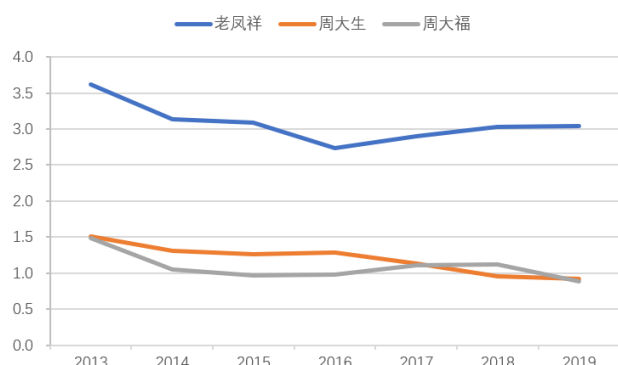
数据来源: 东北证券, Wind

图 51: 可比公司销售净利率



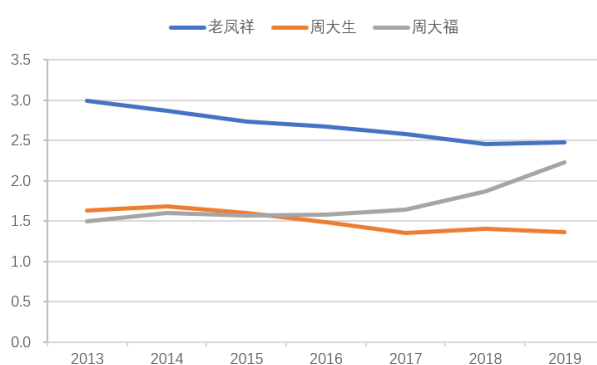
数据来源: 东北证券, Wind

图 52: 可比公司资产周转率



数据来源: 东北证券, Wind

图 53: 可比公司权益乘数



数据来源: 东北证券, Wind

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 盈利预测及假设

假设一: 2020-2022 年, 公司每年加盟店净增加 200/300/300 家, 自营门店维持现有规模, 珠宝首饰营收增速为 5%、15%、12%

假设二: 2020-2022 年黄金交易营收增速为 10%、10%、8%; 笔类营收增速为-2%、2%、2%; 化工原料营收增速为-5%、-5%、-5%; 工艺品销售营收增速为-20%、10%、10%; 拍卖佣金营收增速为 2%、2%、2%; 商贸营收增速为 5%、5%、5%; 其他业务收入营收增速为 10%、10%、10%。

假设三: 公司非黄金产品占比逐渐提升, 带动整体毛利率不断提升, 2020-2022 年毛利率分别为 8.6%、8.7%、8.8%。

表 2: 公司营收预测及拆分 (百万)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
笔类	306.61	306.62	300.48	306.49	312.62
yoy	-14.97%	0.00%	-2.00%	2.00%	2.00%
物业管理	2.46	2.20	2.25	2.29	2.34
yoy	8.32%	-10.24%	2.00%	2.00%	2.00%
化工原料	24.05	16.19	15.38	14.61	13.88
yoy	6.62%	-32.65%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
珠宝首饰	33,803.15	37,104.51	38,959.74	44,803.70	50,180.14
yoy	14.20%	9.77%	5.00%	15.00%	12.00%
黄金交易	5,749.64	10,859.03	11,944.94	13,139.43	14,190.59
yoy	-2.49%	88.86%	10.00%	10.00%	8.00%
工艺品销售	121.45	103.20	82.56	90.82	99.90
yoy	-42.32%	-15.03%	-20.00%	10.00%	10.00%
拍卖佣金	5.41	6.06	6.18	6.30	6.43
yoy	-19.09%	12.05%	2.00%	2.00%	2.00%
商贸	151.93	143.19	150.35	157.87	165.76
yoy	271.50%	-5.75%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	3,619.78	1,087.64	1,196.41	1,316.05	1,447.65
yoy	-1.35%	-69.95%	10.0000%	10.0000%	10.0000%
营业收入	43,784.47	49,628.66	52,658.29	59,837.57	66,419.32
yoy	9.98%	13.35%	6.10%	13.63%	11.00%

数据来源: 东北证券, 公司公告

6.2. 投资建议

公司作为珠宝首饰龙头, 在黄金价格逐渐上涨的预期下, 渠道规模保持高速扩张。我们预计 2020 年下半年婚庆需求有望迎来反弹, 公司将显著受益。预计公司 2020-2022 年营收增速分别为 6.10%、13.63%、11.00%, 归母净利润增速分别为 4.21%、21.25%、16.60%, EPS 分别为 2.80、3.40、3.97 元, 对应当前股价 PE 分别为 17、14、12 倍。考虑公司中短期门店数量及单店收入仍然具有较大成长空间, 给予公司 20 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 3: 同业可比公司估值对比 (单位: 元)

公司	股价 (6.24)	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
周大福	6.95	0.33	0.43	0.47	22.73	17.44	15.96
周大生	20.88	1.46	1.76	2.02	14.30	11.86	10.34
老凤祥	48.21	2.8	3.4	3.97	17.22	14.18	12.14

数据来源: 东北证券, Wind。可比公司估值参照 wind 一致预测。周大福股价和 EPS 已按当日汇率转换成人民币

7. 风险提示

- 1) 金价下跌风险;
- 2) 疫情二次扩散;
- 3) 行业竞争加剧;
- 4) 业绩预测和估值判断可能不达预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,320	6,310	6,138	6,600
交易性金融资产	232	242	252	262
应收款项	372	981	1,066	1,201
存货	11,405	10,388	11,931	13,177
其他流动资产	76	91	102	113
流动资产合计	16,405	18,013	19,489	21,354
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	332	342	355	368
无形资产	94	95	96	97
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	776	791	805	819
资产总计	17,181	18,803	20,293	22,173
短期借款	7,055	7,182	7,266	7,371
应付款项	523	660	731	817
预收款项	132	163	177	200
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7,700	8,103	8,118	8,277
长期借款	1,047	1,047	1,047	1,047
其他长期负债	93	93	93	93
长期负债合计	1,140	1,140	1,140	1,140
负债合计	8,840	9,243	9,258	9,417
归属于母公司股东权益合计	7,020	7,800	8,743	9,842
少数股东权益	1,321	1,760	2,293	2,914
负债和股东权益总计	17,181	18,803	20,293	22,173

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,830	1,906	2,312	2,695
资产减值准备	19	0	0	0
折旧及摊销	77	33	41	42
公允价值变动损失	-100	90	90	90
财务费用	325	265	269	272
投资损失	222	-10	-40	-50
运营资本变动	-3,671	769	-1,607	-1,239
其他	45	-25	-32	-40
经营活动净现金流量	-1,254	3,029	1,032	1,769
投资活动净现金流量	-336	-113	-84	-66
融资活动净现金流量	1,163	-926	-1,121	-1,241
企业自由现金流	4,854	1,346	4,110	4,123

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	2.69	2.80	3.40	3.97
每股净资产（元）	13.42	14.91	16.71	18.81
每股经营性现金流量（元）	-2.40	5.79	1.97	3.38
成长性指标				
营业收入增长率	13.35%	6.10%	13.63%	11.00%
净利润增长率	16.89%	4.21%	21.25%	16.60%
盈利能力指标				
毛利率	8.47%	8.60%	8.70%	8.80%
净利率	2.84%	2.79%	2.97%	3.12%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	4.26	6.80	6.50	6.60
存货周转率（次）	81.58	78.78	79.71	79.40
偿债能力指标				
资产负债率	51.45%	49.16%	45.62%	42.47%
流动比率	2.13	2.22	2.40	2.58
速动比率	0.64	0.94	0.92	0.98
费用率指标				
销售费用率	1.50%	1.70%	1.60%	1.50%
管理费用率	0.99%	1.04%	1.03%	1.02%
财务费用率	0.51%	0.50%	0.45%	0.41%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E（倍）	17.69	17.19	14.18	12.16
P/B（倍）	3.55	3.23	2.88	2.56
P/S（倍）	0.51	0.48	0.42	0.38
净资产收益率	20.06%	18.81%	20.35%	21.07%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李慧: CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥北克斯投资管理公司量化分析师, 2015年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019年金牛奖研究团队第3名。

刘青松: 中国人民大学会计硕士, 中央财经大学本科, 现任东北证券商贸零售组研究助理。曾任中国北方工业有限公司财务金融部会计核算师, 2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn