

强烈推荐-A (维持)

老凤祥 600612.SH

目标估值: N.A.

当前股价: 48.39 元

2020年12月02日

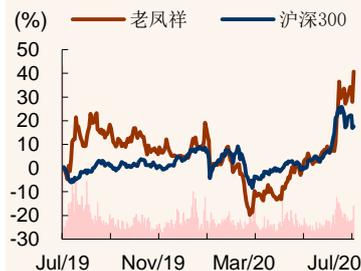
凤唳九天, 祥盛之时

基础数据

上证综指	3408
总股本(万股)	52312
已上市流通股(万股)	31711
总市值(亿元)	251
流通市值(亿元)	152
每股净资产(MRQ)	14.6
ROE(TTM)	19.3
资产负债率	53.2%
主要股东	上海市黄浦区国有资产
主要股东持股比例	42.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	10	3
相对表现	0	-17	-24



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《老凤祥(600612)一Q3业绩超预期, 估值优势凸显》2020-10-28
- 2、《老凤祥(600612)一三世经典, 百年传承》2020-07-28

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

宋盈盈

songyingying@cmschina.com.cn
S1090520080001

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

公司短期将受益于销量回升、金价上行和盈利能力修复三重基本面改善逻辑, 长期将受益行业集中度提升带来的红利, 业绩弹性可期。预计 2020~2021 年归母净利润分别增长 5%、29%, 对应 2021 年 PE 为 13x, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **172 年历史积淀, 塑造民族珠宝龙头品牌。**“老凤祥”作为中国珠宝首饰和民族企业品牌中的“百年金字招牌”, 品牌底蕴浓厚, 目前公司已成为一家涵盖珠宝首饰、工艺美术、文教用品三大业务板块的综合性企业, 2020 年境内外门店数 3991 家。黄金珠宝首饰业务是公司第一大主业, 销售模式以经销加盟为主, 生产模式中自产比例不断提升, 对产品研发生产的掌控度持续增强。公司股权经过 2010 年和 2018 年两次改革, 股权结构不断优化, 国企改革正逐渐激发企业活力, 未来运营效率有较大提升空间。
- **珠宝行业市场集中度逐渐提升, 龙头品牌渠道下沉将率先受益。**我国珠宝行业经历了 10 年黄金发展时期, 进入稳步成长阶段, 珠宝行业市场规模近 7000 亿元, 2010-2018 年年均复合增长率 11.3%, 但我国人均珠宝消费额仅是美国的 1/3, 有较大提升空间。我国珠宝行业竞争格局分散, CR5 仅为 19.4%, 与香港 (CR5=42.7%) 有较大差距, 近几年头部品牌渠道下沉对地方小品牌带来降维打击, 正带动市场集中度不断提升, 龙头品牌有望率先受益。
- **量价齐升叠加盈利能力改善, 助力未来业绩高增长。**今年上半年受疫情影响, 珠宝首饰消费需求疲软, 公司产品销量下滑, 明年随着市场需求恢复, 销量将迎来恢复性增长。黄金价格自 2018 年开始进入上行周期, 疫情期间避险需求导致金价持续抬升, 各国宽松的货币环境和经济刺激计划频频出台, 将有力支撑金价上行逻辑, 预计未来金价仍将保持上涨趋势。今年因疫情影响公司促销幅度较大, 公司毛利率水平有所下滑, 随着未来销量回升, 促销节奏恢复正常, 公司盈利能力改善预期显著。
- **盈利预测:** 预计 2020~2022 年归母净利润分别为 14.76 亿元、19.07 亿元、21.30 亿元, 同比分别增长 5%、29%、12%, 目前股价对应 2020 年、2021 年 PE 分别为 17x、13x, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 金价波动风险、市场需求走弱、内部改革效率提升不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	43784	49629	52553	61608	67670
同比增长	10%	13%	6%	17%	10%
营业利润(百万元)	2109	2462	2515	3256	3639
同比增长	10%	17%	2%	29%	12%
净利润(百万元)	1205	1408	1476	1907	2130
同比增长	6%	17%	5%	29%	12%
每股收益(元)	2.30	2.69	2.82	3.65	4.07
PE	20.8	17.8	17.0	13.1	11.8
PB	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况：百年经典打造国内珠宝首饰行业龙头	5
1.1 172 年历史积淀，塑造民族珠宝龙头品牌	5
1.2 稳健成长的国企风范，珠宝首饰是第一大主业	8
1.3 销售模式以经销加盟为主，生产模式中自产比例不断提升	10
1.4 国企改革激发企业活力，股权结构不断优化	11
二、行业趋势：集中度提升，金价上行利好企业盈利	14
2.1 珠宝行业经历 10 年黄金发展，进入稳步成长阶段	14
2.2 珠宝行业竞争格局分散，头部品牌渠道下沉带动集中度提升	16
2.3 黄金具有投资和消费双属性，看好金价长期上行趋势	17
三、推荐逻辑：量价齐升叠加盈利能力改善，助力未来业绩高增长	20
3.1 疫情影响下需求受抑制，明年将迎来销量的恢复性增长	20
3.2 长期金价上涨趋势增厚收入利润，同时利好公司股价	21
3.3 促销节奏恢复正常后，盈利能力有显著改善预期	22
四、盈利预测与估值	24
五、风险因素	25

图表目录

图 1：老凤祥发展历史	6
图 2：2010~2020 年营业收入稳步上升	8
图 3：2010~2020 年净利润持续增长	8
图 4：近年销售和管理费用率略有下降	8
图 5：毛利率和净利率基本稳定	8
图 6：珠宝首饰是公司主要营收构成	9
图 7：各类子业务毛利率水平对比	9
图 8：2019 年批发收入占比近 90%，直营毛利率接近 25%	10
图 9：黄金类产品中自产比例不断上升	11
图 10：镶嵌类产品中委托加工比例略有上升	11
图 11：2010 年定增前股权架构图	11
图 12：2010 年定增后股权架构图	11
图 13：2010 年老凤祥股价在定增完成后上涨	12

图 14: 2018 年股权改革前股权架构图.....	12
图 15: 2018 年股权改革后股权架构图.....	12
图 16: 2018 年老凤祥股价因“双百”计划的展开大幅抬升.....	13
图 17: 珠宝首饰行业历史发展历史.....	14
图 18: 2018 年我国珠宝行业规模近 7000 亿元.....	15
图 19: 2019 年中国黄金消费量分类占比.....	15
图 20: 2019 年中国珠宝市场构成.....	15
图 21: 2019 年全球珠宝市场构成.....	15
图 22: 中国占世界黄金总需求量的 40%以上.....	15
图 23: 2019 年中美人均珠宝消费金额对比.....	15
图 24: 2019 中国大陆中高端珠宝品牌集中度 Top5.....	16
图 25: 2019 香港地区高端珠宝品牌集中度 Top5.....	16
图 26: 居民消费指数稳步提升.....	17
图 27: 人均可支配收入有序增长.....	17
图 28: 疫情前后珠宝行业头部品牌门店数量对比.....	17
图 29: 金价长期趋势对黄金消费需求有促进作用.....	18
图 30: 金价短期趋势对黄金消费需求有抑制作用.....	18
图 31: 金价自 2019 年后稳步上升.....	18
图 32: 美国国债利率下降, 黄金价格逆势上涨.....	19
图 33: 公司前三季度黄金产销量同比下滑.....	20
图 34: 公司前三季度铂金产销量同比下滑.....	20
图 35: 全球疫情期间黄金价格不断抬升.....	21
图 36: 2020 第三季度营业收入高速恢复.....	21
图 37: 金价上涨助力公司营收和利润增加.....	22
图 38: 长期金价上涨推动公司股价上升.....	22
图 39: 品牌日特别活动.....	23
图 40: 公司七夕促销活动.....	23
图 41: 2020 年 Q3 销售毛利率下降.....	24
图 42: 老凤祥历史 PE Band.....	25
图 43: 老凤祥历史 PB Band.....	25

表 1. 产品线介绍	6
表 2. 营销体系建设.....	7
表 3. 世界各主要经济体消费补贴政策	18
表 4. 疫情期间老凤祥公司部分线上促销活动展示	23
表 5: 未来三年盈利简表.....	24
附: 财务预测表	26

一、公司概况：百年经典打造国内珠宝首饰行业龙头

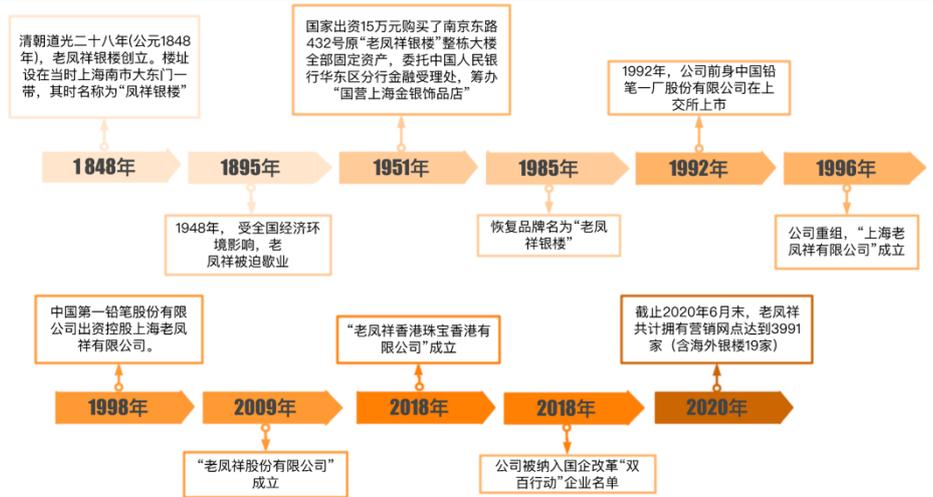
老凤祥股份有限公司是上海市黄浦区国资委控股的上市公司，下设“老凤祥”珠宝首饰、“工美”工艺美术、“中华”笔类文教用品三大业务板块。其中“老凤祥”黄金珠宝首饰品牌创始于 1848 年，是中国珠宝首饰和民族企业品牌中的“百年金字招牌”，品牌底蕴浓厚。近年来，老凤祥在品牌传承中，让消费者感受到了企业的创新意识、拓展精神与产品的时代气息，品牌知名度、美誉度、忠诚度处于同行业的领先地位。

1.1 172 年历史积淀，塑造民族珠宝龙头品牌

“老凤祥”起源于 1848 年成立的“老凤祥裕记银楼”，名号几经更替，1985 年“老凤祥银楼”在原址旧店重新揭牌，延续至今已有 172 年。回顾“老凤祥”的历史，大致可分为四个阶段。

- **艰难发展阶段（1848-1949）：**在这风雨飘摇的 100 年里，老凤祥的发展也很是不稳定，几经名号更替。老凤祥起源于清朝道光二十八年，进入民国后迎来了第一个鼎盛的时期。抗日战争爆发后国民党一系列经济紧急措施对银楼业造成了巨大的冲击。虽然度过了一段艰难发展的时光，但是老凤祥顽强地坚持了下来。
- **改造重启阶段（1949-1985）：**新中国成立后老凤祥迎来了新的发展机遇。1952 年正式成立“国营上海金银饰品店”。1958 年 7 月，改名为“上海金银制品厂”，并为外贸加工饰品和餐具，次年承担了为北京人民大会堂制造直径 9.5 米的大型金五星葵花顶灯和银餐具。1966 年改名为“上海金属工艺一厂”。1982 年 8 月，改名为“上海远东金银制品厂”。1983 年 3 月，门市部正式开始内销黄金饰品，销量与日俱增。在改造重启的近 30 多年里，业务一次次扩张，都为老凤祥上市打下了坚实的基础。
- **转制重组阶段（1985-2010）：**1985 年，正式恢复并启用“老凤祥银楼”招牌，企业商标恢复为“凤祥”牌。1996 年，老凤祥领导班子在原来的银楼基础上发展，经过一次转制后，重组为上海老凤祥有限公司。2010 年重大资产重组后，中国第一铅笔股份有限公司更名为老凤祥股份有限公司，老凤祥股份有限公司正式成立。
- **高速发展阶段（2010-至今）：**老凤祥股份有限公司上市以来，进入了高速发展的阶段。公司主营以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业、以“工美”知名品牌为代表的工艺美术品产业及以“中华”商标为代表的笔类文具用品产业。发展至今，老凤祥共计拥有营销网点达到 3991 家（含海外银楼 19 家），已成为中国珠宝首饰业的佼佼者。

图 1: 老凤祥发展历史



资料来源: 公司官网、招商证券

老凤祥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。

老凤祥一直致力于丰富和扩展自身产品品类, 目前已经形成了黄金、铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、珐琅、珠宝眼镜、珊瑚、手表、琥珀、胸针饰品、工艺美术旅游纪念品等较为齐全的产品门类。

表 1. 产品线介绍

产品系列	代表产品	产品图
黄金	老凤祥黄金系列项链 老凤祥黄金系列耳环 老凤祥黄金系列戒指 黄金套件	
铂金	老凤祥星河系列项链 老凤祥星河系列手镯 老凤祥星河系列戒指 老凤祥星河系列耳环	
钻石	老凤祥-REMIX 动静镶钻 老凤祥钻石系列项链	
白银	990 银宝宝手镯龙凤呈	

翡翠	老凤祥翡翠系列胸针 老凤祥翡翠系列挂件 老凤祥翡翠系列戒指 老凤祥翡翠系列项链	
珍珠	老凤祥珍珠系列吊坠 老凤祥珍珠系列挂件 老凤祥珍珠系列耳环 老凤祥珍珠系列胸针	
有色宝石	老凤祥彩宝系列手链 老凤祥宝石系列吊坠 老凤祥宝石系列项链 老凤祥宝石系列戒指	
胸针	胸针系列是 2019 年老凤祥开创的饰品新门类之一。胸针产品包含：金、银、铂、钻、珠、玉、翠、宝、木、石、珐琅等多种材质，不仅展现了老凤祥海纳百川的设计艺术，更是老凤祥精选材质和精湛工艺的完美融合	

资料来源：公司官网、招商证券

为了应对新消费时代，公司进一步优化和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。截至 2020 年 6 月末，老凤祥共计拥有营销网点达到 3991 家（含海外银楼 19 家），较去年净增 98 家。2019 年末老凤祥共计拥有营销网点 3893 家，其中自营银楼（网点）184 家（含海外 18 家），连锁加盟店 3709 家（含专柜）。

表 2. 营销体系建设

营销业态	数量	图示
银楼	截止 2019 年年末，老凤祥共有自营银楼 184 家，其中海外银楼 18 家。	
连锁店	截止 2019 年年末，老凤祥共有连锁加盟店和专柜店总计 3709 家。	
专柜	截止 2019 年年末，老凤祥共有连锁加盟店和专柜店总计 3709 家。	

资料来源：公司年报、招商证券

1.2 稳健成长的国企风范，珠宝首饰是第一大主业

近年来公司的收入和利润规模一直保持着稳健的增长，盈利能力保持稳定。回溯老凤祥上市以来的发展历程，除 2013 年因金价急跌引发的抢金潮，和 2016 年因宏观经济降速和反腐倡廉等工作导致黄金珠宝消费下滑造成的收入业绩小幅波动外，公司收入业绩基本保持稳步增长态势，近 10 年收入复合增速 15%，归母净利润复合增速 19%；此外，公司盈利能力基本保持稳定，毛利率水平维持在 8-9%，净利率水平维持在 3-4%，且近年来有小幅上升的趋势。

疫情影响下公司依然保持业绩逆势增长。2020 上半年实现营业总收入 264.87 亿元，受疫情影响同比减少 5.76%；归母净利润 7.4 亿元，与去年同期基本持平。公司 2020 年 Q3 实现营收同比转正，增幅为 4.12%；归母净利润 12.3 亿元，与去年同期增长 5.73%。在疫情影响下公司业绩依然能保持逆势增长，且三季度开始正逐步走出疫情阴霾。

图 2：2010~2020 年营业收入稳步上升



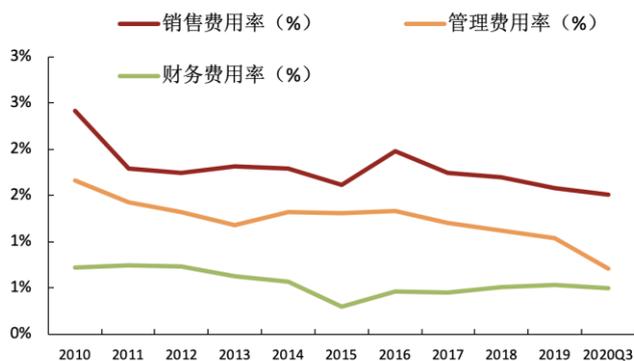
资料来源：公司年报、招商证券

图 3：2010~2020 年净利润持续增长



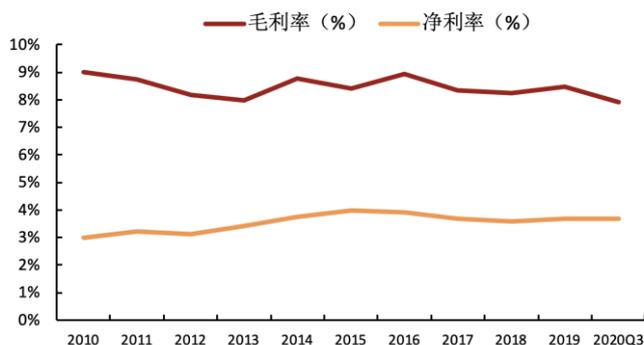
资料来源：公司年报、招商证券

图 4：近年销售和管理费用率略有下降



资料来源：公司年报、招商证券

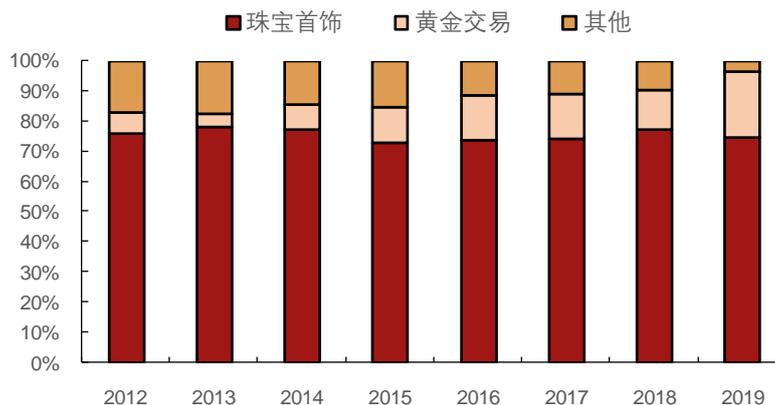
图 5：毛利率和净利率基本稳定



资料来源：公司年报、招商证券

老凤祥目前战略的三大产业，分别为：以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业、以“工美”知名品牌为代表的工艺美术品产业、以“中华”商标为代表的笔类文具用品产业。2019 年，珠宝首饰营业收入占公司总收入的 74.76%，黄金交易占比 21.88%，其余品类占比 3.36%。从盈利能力看，笔类毛利率最高，为 38.45%，第二是工艺品为 20.63%，高于珠宝首饰的 10.28%及黄金的 1.19%。

图 6: 珠宝首饰是公司主要营收构成



资料来源: 公司公告、招商证券

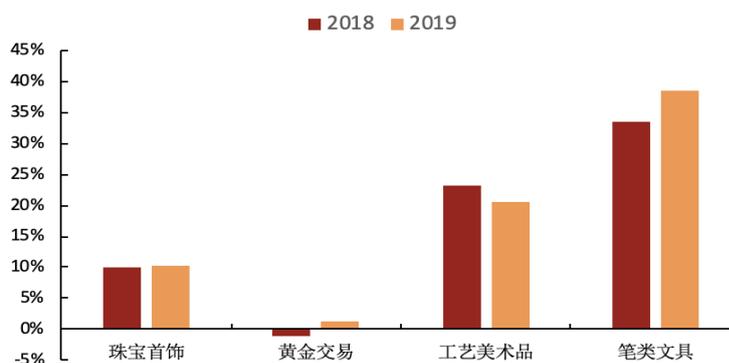
黄金珠宝首饰业务是公司的第一大主业，也是公司的主要收入构成。2020 上半年珠宝首饰营收 178.85 亿元，占比 67.5%。公司集科工贸于一体、产供销于一身，形成从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地，并涉足博物馆、典当行、拍卖行等配套领域。

此外，公司还进行黄金交易业务，对冲部分珠宝首饰业务的原材料采购风险。2020 上半年黄金交易业务营收 80.93 亿元，占总收入比重 31%。公司借助在上海黄金交易所进行黄金租赁业务、黄金远期业务、黄金现货交易以及黄金 T+D 延期交易规避金价波动风险，控制成本。

工艺美术品产业，是公司整合现有资源，使用新工艺、新材料来提高产品性能，不断补充“老凤祥”品牌的产品线，以帮助企业平衡发展。近年来，公司陆续吸纳了一大批行业内的领军人物和优秀人才，截止 2019 年末，公司共有国家级工艺美术大师 8 人、市级工艺美术大师 9 人，在专业领域内的中高级人才数量在业内处于领先。为了提升工美板块的创造力，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，集聚人才、用好人才，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。

笔类文具用品产业，是指公司“中华牌”“长城牌”等笔类产品。公司大力推广组合文具套装、记号笔、塑料铅笔等大文教产品，部分产品实现了出口，为扩大产品线实现大文教战略奠定了基础。公司未来将积极探索铅笔板块的改革，激发铅笔板块的活力，实现铅笔板块的再发展。

图 7: 各类子业务毛利率水平对比



资料来源: 公司年报、招商证券

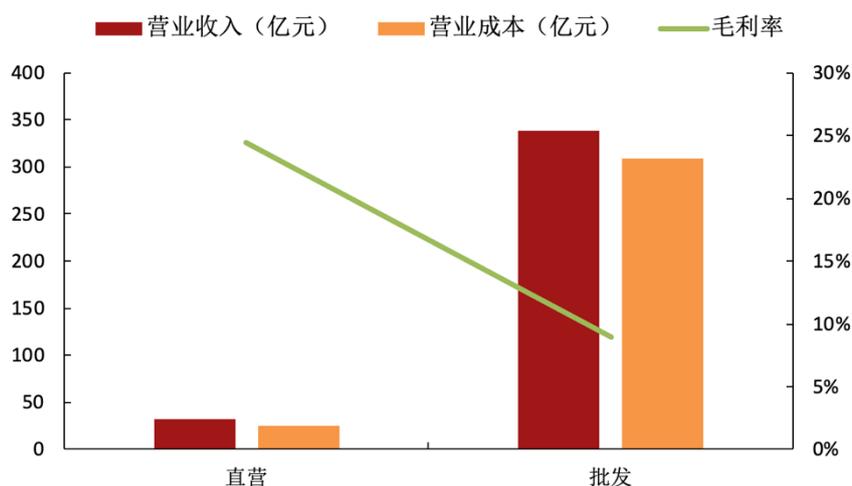
1.3 销售模式以经销加盟为主，生产模式中自产比例不断提升

公司货品销售以经销加盟为主，主要分为三种方式：批发、零售、代销。

批发模式。批发模式在公司的销售模式中占比近 90%，公司每年会有 4 次订货会，分别安排在春节、五一、十一及元旦前后。2020 年年初的订货会销售创历史新高，但是突如其来的新冠肺炎疫情对公司 2020 年的经济目标任务造成了一定影响。在复工后，公司批发销售部门主动出击，前往山东、安徽、江苏等地积极开拓业务，开展异地订货服务。5 月底，老凤祥召开全国总经销经济工作会议，与各地总经销签订 2020 年度经营管理指标协议，努力在危机育新机，于变局中开新局，力争全力完成 2020 年目标。

零售模式。零售模式是公司在批发模式之外的销售模式补充，占比较小。老凤祥坚持积极主动争夺零售市场，其零售部门不定期策划并组织实施营销活动，推出产品销售优惠活动，推动消费。2020 年，为提高公司零售规模，公司通过老凤祥的会员系统，在“55 购物节”期间向会员发放 55 折的工费优惠券，以及老凤祥防疫套装，激发会员消费热情。母亲节期间，又推出《灵羽·蕙心》会员专享产品系列，得到会员的关注。此外，公司还推出“银制公勺公筷”产品，以云游博物馆、云直播等新形式为市民大众提供工艺美术博物馆全新的非遗文化体验。

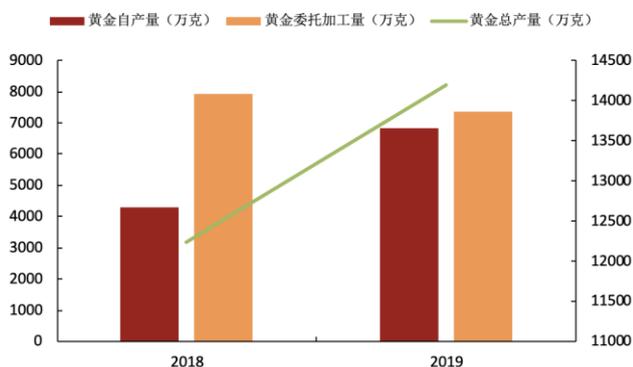
图 8：2019 年批发收入占比近 90%，直营毛利率接近 25%



资料来源：公司年报、招商证券

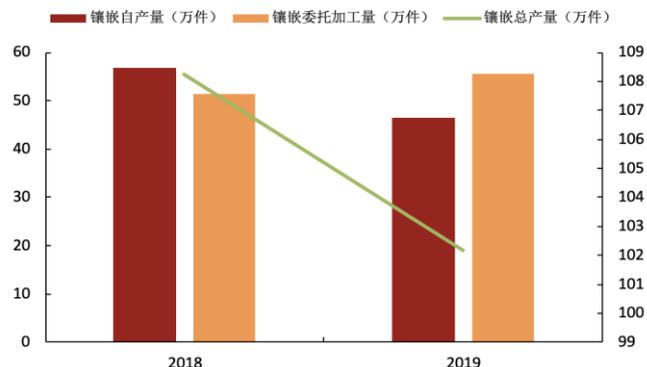
核心品类黄金饰品自产占比不断提升。为提升自主生产的核心竞争力，公司战略投资建设的“老凤祥东莞珠宝首饰有限公司”、“老凤祥(东莞)珠宝镶嵌首饰有限公司”两家设计生产基地，分别于 2014 年和 2017 年投产，专供素金、镶嵌技术。2018 年公司黄金自产量为 4291.68 万克，2019 年黄金自产量同比增长 59.1%，达到了 6830.36 万克，自产比例增势迅猛。自主生产基地让老凤祥可以围绕消费热点，制造出符合消费者消费倾向的产品。特别是可以针对年轻化、时尚化的产品趋势，制作出高光泽、高成色、高保值，兼具时尚轻奢特点的手镯、吊坠和项链等产品，用以丰富公司目前的产业线和目标客群。

图 9: 黄金类产品中自产比例不断上升



资料来源: 公司年报、招商证券

图 10: 镶嵌类产品中委托加工比例略有上升



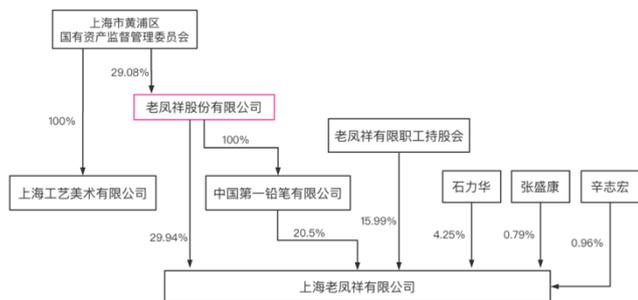
资料来源: 公司年报、招商证券

1.4 国企改革激发企业活力，股权结构不断优化

作为国企改革的示范企业，公司自上市以来，经历了两次比较大的股权改革，股权结构不断优化，且在两次股权改革后，公司股价均有不错的市场表现。

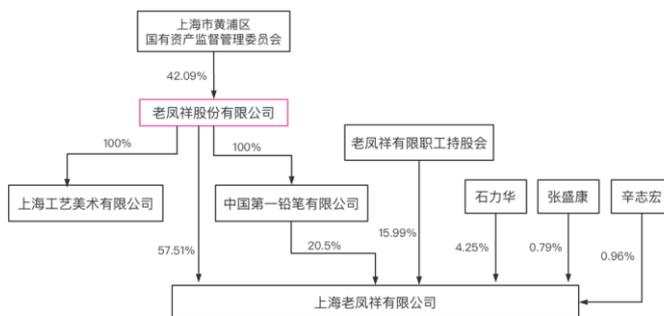
2010 年向黄浦区国资委定增发行股票，股权结构简化，上市公司对核心资产老凤祥有限的持股比例提升。2010 年 9 月，黄浦区国资委以其持有的老凤祥有限 27.57% 股权及工美公司 100% 股权(评估价值合计约 82.2 亿元)认购老凤祥股份非公开发行的股份。定增完成后，黄浦区国资委对上市公司的持股比例由 29.88% 提升至 42.09%，公司股权结构进一步简化，同时，上市公司对核心业务公司老凤祥有限的持股比例由 50.44% 提升至 78.01% (直接持股 57.51%，通过中国第一铅笔间接持股 20.50%)。本次定增完成后，上市公司对核心资产的持股比例提升，同时上海市黄浦区国资委对上市公司的掌控力度进一步增强，公司股权结构得到优化。

图 11: 2010 年定增前股权架构图



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 2010 年定增后股权架构图



资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 2010 年老凤祥股价在定增完成后上涨

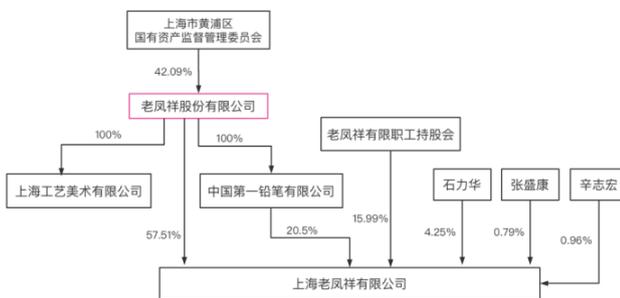


资料来源: Wind、招商证券

2018 年股权改革实现多元化, 解决股权结构的历史遗留问题, 并引入战略投资者。2018 年, 公司被纳入国企改革“双百行动”企业名单, 公司按照工作部署制订了《双百行动综合改革实施方案》, 明确了 2018-2020 年在解决历史遗留问题、实现股权多元化、完善市场化经营机制和激励约束机制等方面的改革目标、任务和举措。2018 年 8 月, 老凤祥有限职工持股会、石力华、辛志宏、张盛康签订转股协议, 将所持股权 (21.99%) 全部转让给央地融合 (上海) 工艺美术股权投资中心, 转让总价 27.05 亿元。工艺美术股权投资中心的基金总份额为 30 亿元, 由国新张创担任管理人、GP, 老凤祥有限 38 名技术骨干合计出资 4.74 亿元认购该工艺美术股权投资中心 15.8% 的份额, 另有 12 名机构投资者出资认购比例为 84.2%。

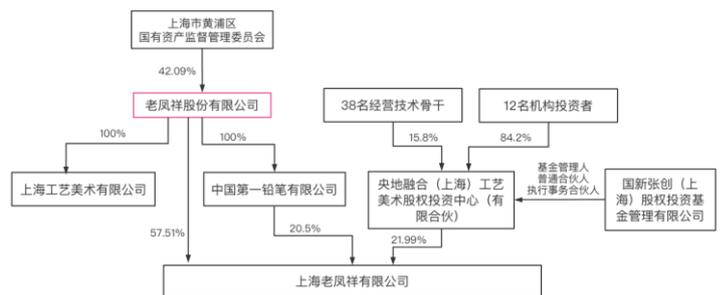
通过上述的股权改革, 公司不仅抓住契机, 解决了“老凤祥钻石公司”股权的历史遗留问题, 盘活原有员工持股平台的股权, 对现有核心技术人员进行利益绑定, 为其长远发展搭建良好的股权结构和体制基础; 而且通过引进“国新双百壹号”和战略投资者, 进一步加强与“中国国新控股”的合作, 以期能发挥央地融合优势, 加速公司发展升级, 推动公司长远发展。

图 14: 2018 年股权改革前股权架构图



资料来源: 公司公告、招商证券

图 15: 2018 年股权改革后股权架构图



资料来源: 公司公告、招商证券

图 16: 2018 年老凤祥股价因“双百”计划的展开大幅抬升



资料来源: Wind、招商证券

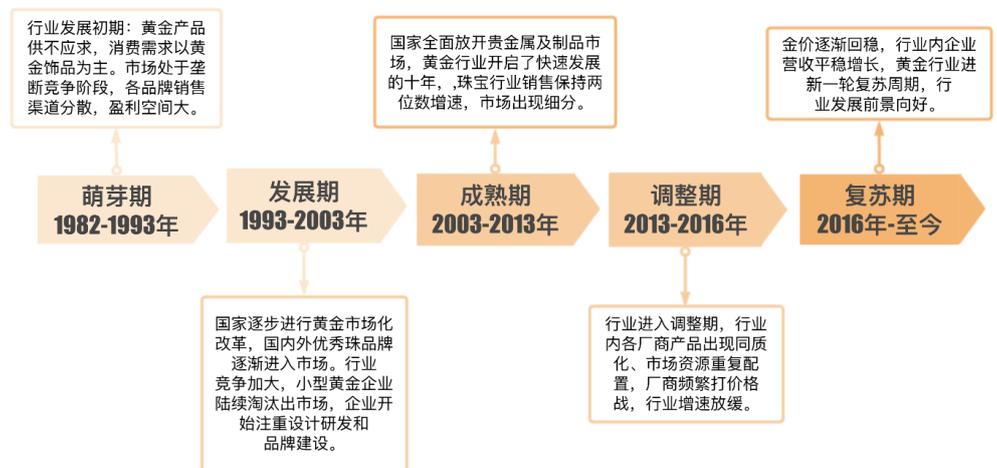
二、行业趋势：集中度提升，金价上行利好企业盈利

2.1 珠宝行业经历 10 年黄金发展，进入稳步成长阶段

我国珠宝行业的发展起于 1982 年，经历 10 年的黄金发展，现已进入稳步成长阶段。其发展大致可分以下五个阶段：

- **萌芽期（1982-1993）**：行业发展初期，市场上珠宝产品主要以黄金产品为主，销售供不应求，而且销售渠道分散，存在垄断的盈利空间。
- **发展期（1993-2003）**：行业进入发展期，国家进行黄金市场化改革，一些国外优秀珠宝品牌进入国内市场，行业竞争加剧，大多数的企业被淘汰，促使企业开始注重设计研发和品牌建设。
- **成熟期（2003-2013）**：行业“黄金十年”开启，珠宝市场开始全面发展，细分市场出现。
- **调整期（2013-2016）**：2013 年金价拐点，消费者分化区域明显。行业内存在产品同质化、市场资源重复配置、价格战盛行等问题，行业增速放缓。
- **复苏期（2016 至今）**：金价逐渐回稳，企业营收平稳增长，进入复苏周期。

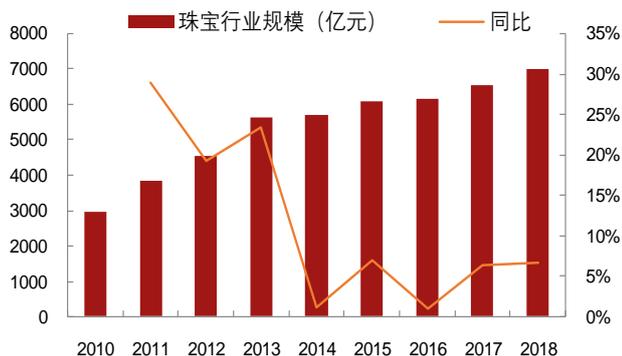
图 17：珠宝首饰行业历史发展历史



资料来源：周六福招股说明书、招商证券

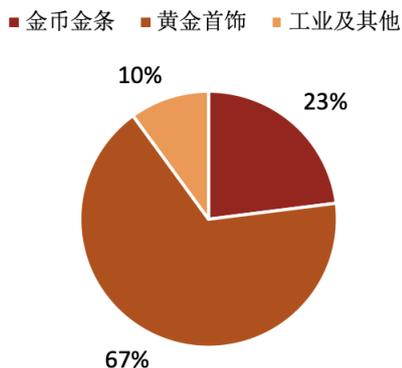
国内珠宝行业规模近 7000 亿元，黄金仍是我国珠宝首饰行业中占比最高的品类，玉石是中国的特有品类。据 Euromonitor 数据显示，2018 年我国珠宝行业市场规模为 6965 亿元，同比增长 6.7%，2010~2018 年年均复合增长率为 11.3%。由于我国传统文化崇尚黄金珠宝消费，且对黄金饰品具备投资属性需求，黄金饰品在我国珠宝市场上占据一半以上份额。2019 年中国珠宝市场中，黄金首饰占比 58%，高于全球珠宝市场中的黄金比例。且玉石是中国的特有品类，我国是世界上少数几个珠宝玉石年销售额超过 300 亿美元的国家之一，是全球最重要的新兴珠宝玉石消费市场。

图 18: 2018 年我国珠宝行业规模近 7000 亿元



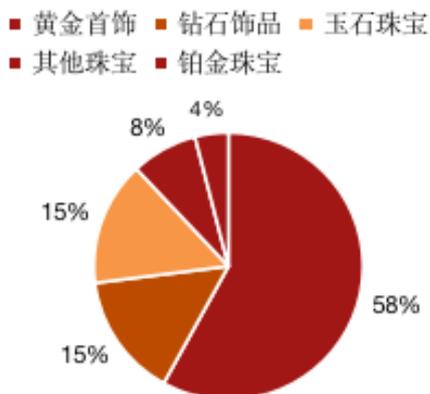
资料来源: Euromonitor、前瞻产业研究院、招商证券

图 19: 2019 年中国黄金消费量分类占比



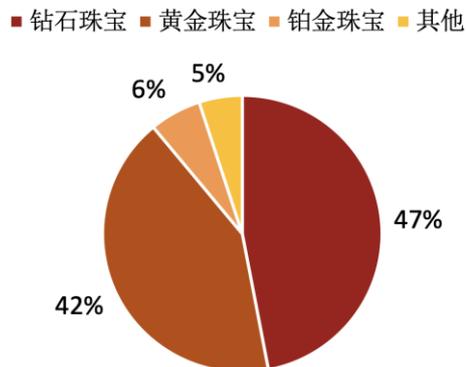
资料来源: 中国黄金协会、招商证券

图 20: 2019 年中国珠宝市场构成



资料来源: 周六福招股书、招商证券

图 21: 2019 年全球珠宝市场构成



资料来源: BAIN、招商证券

国内人均珠宝消费仍有较大提升空间。我国珠宝行业目前仍处于消费升级的初始阶段，从我国人均珠宝消费量来看，2019 年我国珠宝人均消费为 535.91 元，仅是美国同期的 1/3，与发达国家相比仍有比较明显的差距。我们认为，未来随着居民人均可支配收入水平的提升，城市化进程进一步推进，以黄金饰品为代表的高端珠宝消费有较大发展空间。而公司作为黄金饰品龙头，未来国内珠宝市场规模扩容有望使其率先受益。

图 22: 中国占世界黄金总需求量的 30% 以上

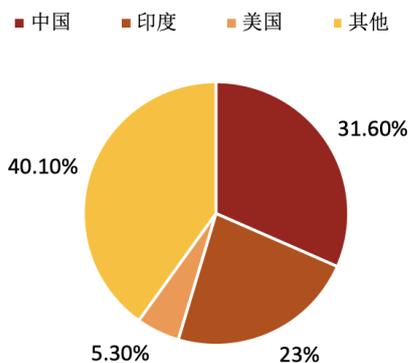
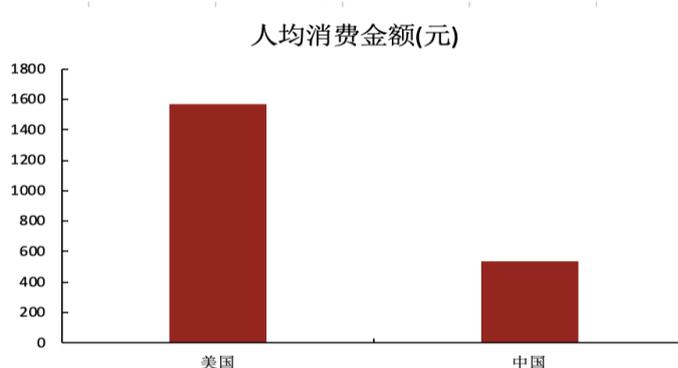


图 23: 2019 年中美人均珠宝消费金额对比



资料来源：中国产业信息、招商证券

资料来源：中国产业信息、招商证券

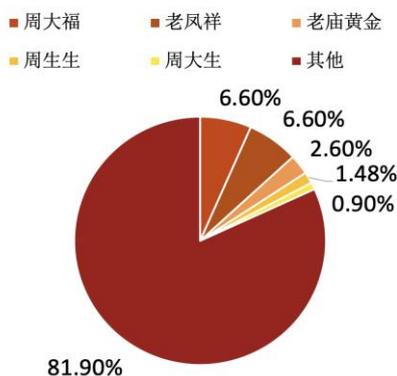
2.2 珠宝行业竞争格局分散，头部品牌渠道下沉带动集中度提升

随着国民收入的上升，我国消费者对珠宝首饰的消费热情日渐高涨。目前，境内珠宝首饰市场已逐步形成了外资品牌、港资品牌、内资品牌三足鼎立的竞争局面。

- **外资品牌：**这些国际品牌主要占据高端市场，代表品牌有 Tiffany、Cartier、Bvlgari 等，这类品牌定位奢华、品牌文化悠久，设计和产品质量是其核心优势，渠道覆盖有限，店铺仅局限在一、二线城市。
- **港资品牌：**香港品牌代表有周大福、周生生、六福珠宝等，这类品牌设计时尚，销售渠道主要集中在一、二线城市，近年来也在向三、四线城市扩张。
- **内资品牌：**境内品牌有周大生、老凤祥、明牌珠宝及潮宏基等，这类品牌产品覆盖全面、渠道覆盖范围广泛，从一线城市到四线城市均有销售，多数为加盟/经销模式。

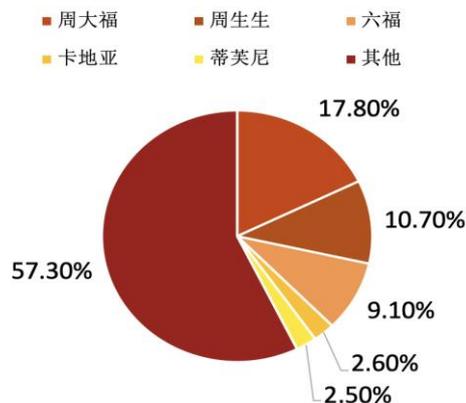
中国目前珠宝首饰行业格局分散，市场集中度提升有很大空间。2019 年我国珠宝行业 CR5、CR10 分别为 19.4%、22.7%，与香港市场 CR5=42.7%的市场占有率相比，市场格局相对分散，头部品牌仍有很大的市场集中度提升空间。

图 24：2019 中国大陆中高端珠宝品牌集中度 Top5



资料来源：中国产业信息、招商证券

图 25：2019 香港地区高端珠宝品牌集中度 Top5



资料来源：中国产业信息、招商证券

随着人均可支配收入提升，大品牌渠道下沉，市场份额稳步提升。人均可支配收入的增长情况将决定消费者的购买力增长空间，根据国家统计局的数据显示，2019 年全国居民人均可支配收入 30,733 元，近几年维持较快的增长。随着居民人均可支配收入的不断提升，人们的消费能力也在逐步提升，三四线城市的人们由于较低的生活成本可以有更高的消费力。头部珠宝品牌近几年渠道下沉，布局三四线城市，周大福、周大生、老凤祥等著名品牌不断开拓新门店，展店速度不断提升。对地方小品牌造成降维打击，集中度提升趋势明显。

疫情冲击下头部品牌逆势扩张，市场集中度进一步提升。今年上半年受新冠肺炎疫情影响，珠宝首饰整体消费需求低迷，但从各家上市公司店铺数量看，头部品牌店铺数量依然呈增长趋势，在疫情冲击下逆势扩张，进一步抢占了小品牌的市场份额。上半年爱迪尔、潮宏基、莱绅通灵等品牌店铺数量都有不同程度的缩减，而老凤祥、周大福、周六

福、豫园股份等头部珠宝品牌店铺数依然维持净增加的趋势。疫情加速了行业格局洗牌，优胜劣汰后头部品牌的市场集中度将进一步提升。

图 26: 居民消费指数稳步提升



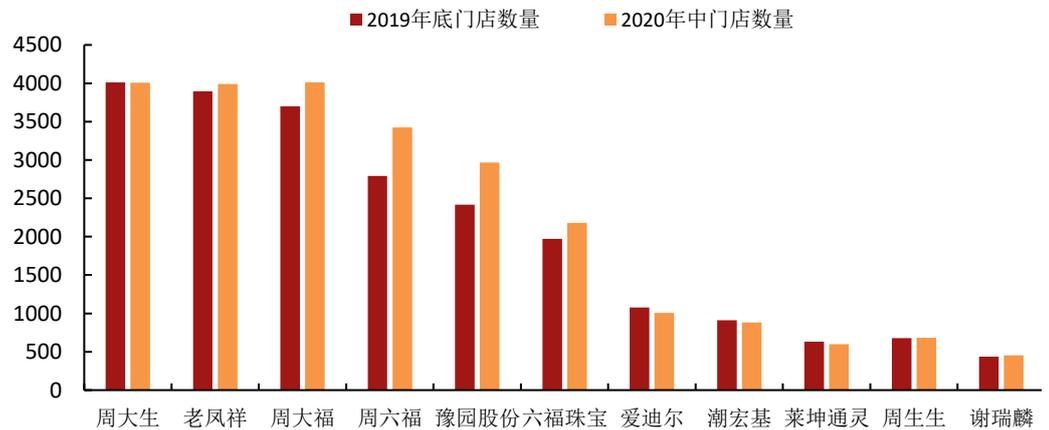
资料来源: 中国统计年鉴、招商证券

图 27: 人均可支配收入有序增长



资料来源: 中国统计年鉴、招商证券

图 28: 疫情前后珠宝行业头部品牌门店数量对比



资料来源: 各公司年报、各公司官网、招商证券

2.3 黄金具有投资和消费双属性，看好金价长期上行趋势

黄金具有投资和消费双重属性。黄金的投资属性更多得体现在金条的消费量上，2019 年中国市场金条消费量占中国黄金总消费量的 23%。2020 年新冠疫情爆发初期，黄金作为最主要的避险工具，自 3 月以来不断上涨，现货黄金从最低 1451.1 持续上涨至最高 2074.77。

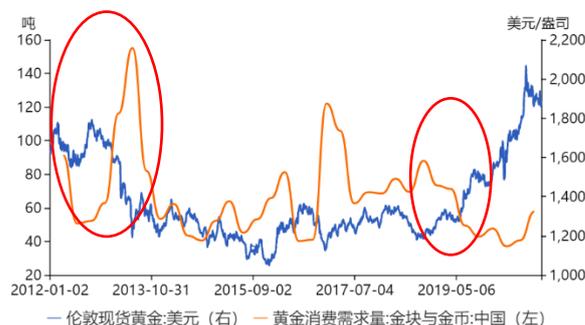
从金价和黄金消费量的变化情况来看:短期金价的急涨急跌对黄金消费量有反向抑制作用，但长期金价的趋势性变化对消费量有正向促进作用。以 2013 年抢金潮为例，金价短期内暴跌，对应黄金消费量剧增，引发抢金潮，而长期金价的趋势性变化，则对应黄金消费量的同方向趋势性变化。

图 29: 金价长期趋势对黄金消费需求有促进作用



资料来源: wind、招商证券

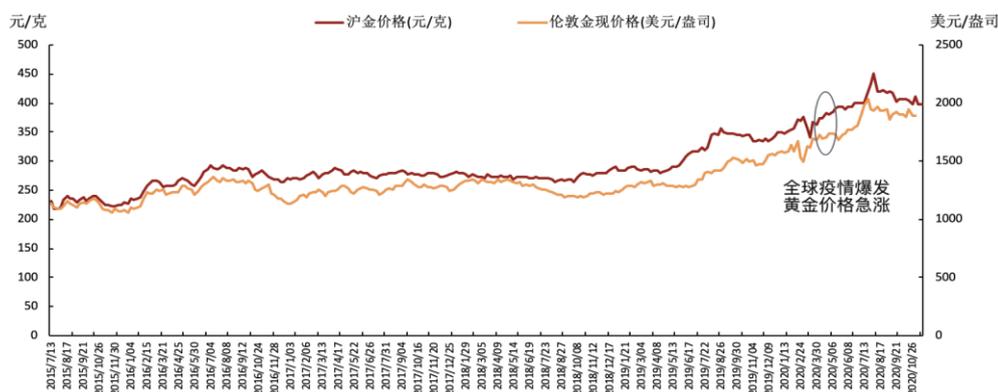
图 30: 金价短期趋势对黄金消费需求有抑制作用



资料来源: wind、招商证券

2018 年底开始进入金价上行周期。自 2013 年黄金价格拐点后，黄金价格一路下跌，但自 2018 年底开始，金价开启上涨趋势，目前处于黄金价格上行周期。截止 2020 年 10 月 31 日，根据上海黄金交易所数据，Au9999 收盘价为 397.21 元/克，较 2018 年 12 月 31 日收盘价 284.6 元/克增长 39.57%。目前全球黄金市场仍然处于价格上行周期内，我们持续看好未来黄金的价格上升趋势。

图 31: 金价自 2019 年后稳步上升



资料来源: Wind、招商证券

疫情影响下全球经济刺激计划不断出台，货币政策持续宽松，支撑金价上涨趋势。美国经济刺激措施总值逾 2 万亿美元，其他国家也出台了一系列措施，包括但不限于降低银行利率、启动特殊贷款项目、减税和推迟债务偿还等。随着美债收益率的不断降低，宽松的货币政策使避险类资产黄金价格一路走高，二者呈现明显的负相关关系。随着欧美疫情的不加重，二轮疫情来时汹汹，当前欧美经济依然存在很大的不确定性，经济刺激计划仍将不断出台，将有力支撑黄金价格上涨趋势。

表 3. 世界各主要经济体消费补贴政策

国家	补贴政策
日本	2020 年 5 月，日本宣布向因疫情流行、企业采取停业等措施而停工的员工们补贴。作为特例，补贴金从上限 1 日 8000 多日元提高到世界最高水平的 1 日 1 万 5000 日元，而且被雇用者可以直接申请。对因疫情导致无法打工的学生，非住民税课税者补助 20 万日元，其他人员补助 10 万日元。成绩优良者优先补助。

韩国	<p>1.中小企业所得税减免制度：在韩国中小企业工作的 15~34 周岁以下的上班族可以享受所得税减免优惠。</p> <p>2.劳动奖金制度：为收入低的劳动者提供</p> <p>3.针对职场人的新冠 19 节税制度：为不分信用、支票、信用卡，从 4 月开始 3 个月内将消费金额的所得税减免率增加到 80%，对借记卡、预付卡、现金收据、大众交通使用部分、传统市场消费部分，一律适用 80%的所得税减免率。</p> <p>4.抵押金制度：小额欠款只要法院做出确认拖欠工资的判决，就可以立即申请，其限额是 1000 万韩元。</p>
新加坡	<p>1.自 2020 年 10 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日出生的新加坡籍婴儿，可一次性获得政府发放的 3000 新元（约合 15000 元人民币）补贴，用于支付疫情下抚养孩子的费用。</p> <p>2.低收入家庭如果有成员感染新冠病毒可以申请 The Courage Fund (TCF)- Household，感染的成员将会获得最高 1000 新币的经济援助。</p> <p>3.对抚养 20 岁或以下的孩子家长发放一次性 300 新币的辅助金、自雇人员领补贴、40 岁至 60 岁新加坡公民发放 500 新币补助。</p>
新西兰	<p>1.每周工作 20 小时或以上者补贴 585.80 纽币/周，工作少于 20 小时者 350.00 纽币/周。自 2020 年 3 月 17 日起的 8 周时间内，可根据雇员实际情况，多次申领。</p>
美国	<p>每个成年人可以得到 1000 美元，每个孩子 500 美元，由两位父母和两个孩子组成的四口之家将可以获得 3000 美元。</p>
加拿大	<p>1.增加加拿大紧急租金补贴</p> <p>2.追加 25% “加拿大紧急租金补贴”：针对因合格的公共卫生机构发布的强制性公共卫生指令而暂时关闭的组织，追加在 65% 补贴之上。因为政策强制关门的企业，可以拿到 90%的租金补贴</p> <p>3.延长“加拿大紧急工资补贴”：至 2021 年 6 月，这一措施将继续保护就业，帮助企业保留其员工在工资单上，并鼓励雇主聘回他们的员工。在 2020 年 12 月 19 日之前，此项补贴仍将维持目前的补贴率，最高不超过合格工资的 65%。</p> <p>4.扩展“加拿大紧急商业款项”：此举将帮助有资格获得 CEBA 贷款、并继续遭受疫情严重冲击的企业和非营利组织获得最高 20,000 加元的无息贷款，这是对他们最初获得 40,000 元 CEBA 贷款的进一步支持。</p>
英国	<p>2020 年 11 月英国政府将替被迫暂时关闭企业的员工支付达三分之二的工资，每月上限 2,100 英镑(2,725 美元)。</p>
法国	<p>2020 年 5 月 12 日起，法国政府为全法国的 80 万 25 岁以下的年轻人提供 200€的补贴，申请了住房补贴的、失业、失去实习机会、在海外无法回家的学生、经济困难的年轻人都可以申请。</p>

资料来源：商务部、新华网、中国新闻网、澎湃新闻、招商证券

图 32：美国国债利率下降，黄金价格逆势上涨



资料来源：Investing.com、Wind、招商证券

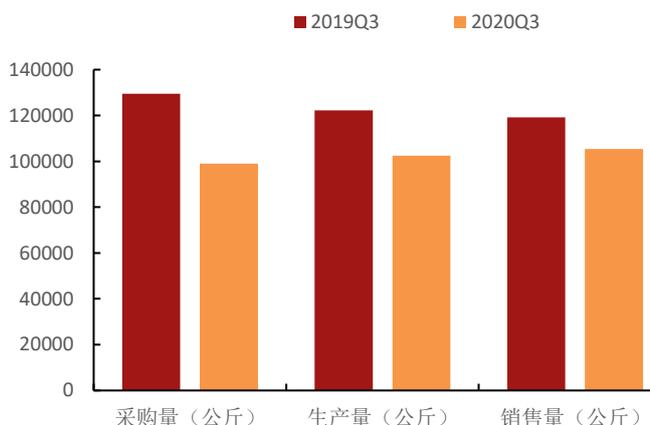
三、推荐逻辑：量价齐升叠加盈利能力改善，助力未来业绩高速增长

3.1 疫情影响下需求受抑制，明年将迎来销量的恢复性增长

2020年新冠疫情爆发，全国采取严格的防控措施，导致消费需求整体下挫。叠加金价抬升，黄金首饰消费和金条消费都受到了冲击。根据中国黄金协会的数据显示，2020年前三季度，全国黄金实际消费量548.09吨（同比-28.66%），其中：黄金首饰343.08吨（同比-34.43%）、金条及金币142.52吨（同比-14.07%）、工业及其他用金62.49吨（同比-21.11%），各类黄金消费量均出现不同程度的下滑。

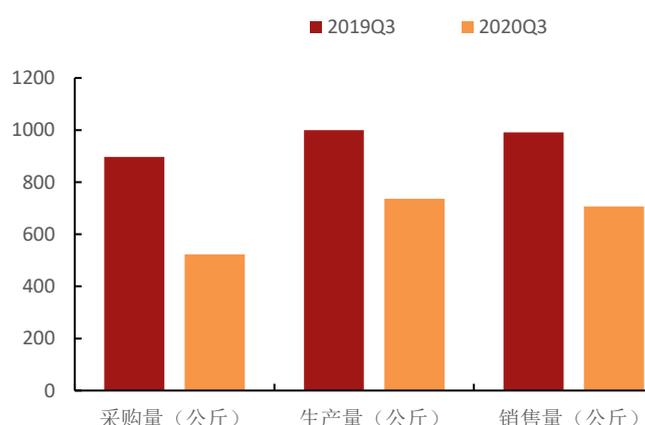
由于珠宝首饰需求整体受到抑制，前三季度公司黄金、铂金生产量、采购量和销售量同比都有所下滑。截止三季度末，公司黄金采购量9.9万公斤（同比-23.49%）；生产量为10.25万公斤（同比-16.15%）；销售量为10.54万公斤（同比-11.55%）。铂金采购、生产、销售量也均下滑趋势。但从季度表现看，同比下降幅度逐季减少，公司业务正逐渐恢复。

图 33：公司前三季度黄金产销量同比下滑



资料来源：公司公告、招商证券

图 34：公司前三季度铂金产销量同比下滑



资料来源：公司公告、招商证券

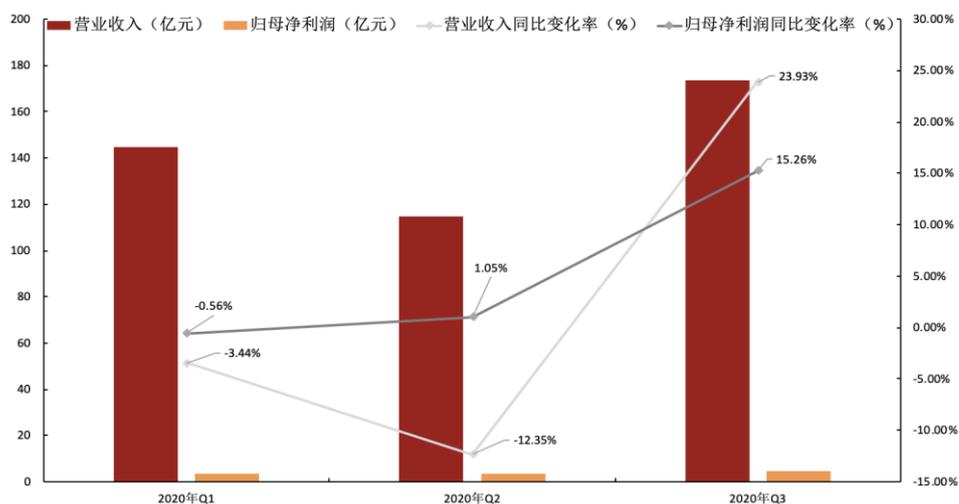
金价上行使公司在销量下降的情况下维持业绩正增长，明年疫情影响恢复后，销量将迎来恢复性增长。年初疫情影响公司一季度和二季度的经营，但整体表现仍优于同行。受益于金价的提升，老凤祥公司销售收入和业绩维持正增长，其中单三季度恢复性高增长，单季度营收173.8亿元，同比增长17.45%。今年由于疫情影响，很多婚庆典礼都进行了推迟，明年随着疫情影响逐渐弱化，预计将迎来婚庆需求爆发，而婚庆是黄金首饰的典型消费场景，公司销量预计将在明年回归正常水平，实现恢复性增长。

图 35: 全球疫情期间黄金价格不断抬升



资料来源: Wind、招商证券

图 36: 2020 第三季度营业收入高速恢复



资料来源: 公司公告、招商证券

3.2 长期金价上涨趋势增厚收入利润，同时利好公司股价

由于黄金产品和黄金交易是公司最主要的收入来源,金价抬升将进一步增厚公司收入和利润。根据 2020 年上半年公司公报披露,珠宝首饰业务占公司 68.28%的营业收入,黄金交易业务占公司 30.79%的营业收入,两者合计覆盖了公司超过 98%的营收。两项业务都与黄金价格有密切的关系,金价的抬升将会进一步增厚公司的销售收入和业绩,为公司第四季度和明年继续恢复销售业绩助力。

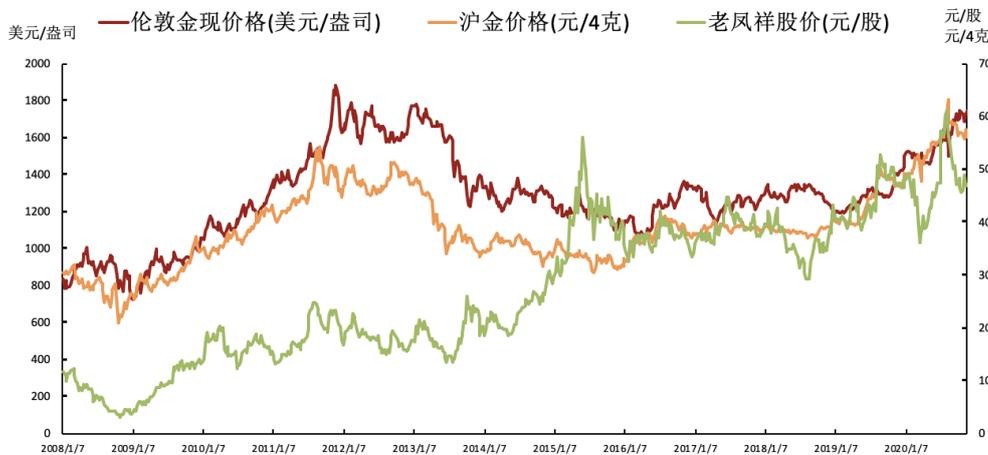
图 37: 金价上涨助力公司营收和利润增加



资料来源: Wind、招商证券

公司的股价表现与金价走势相关度较高，长期金价上涨将对公司股价抬升有激励作用。我们认为，在当前国际经济环境仍有不确定性的背景下，黄金作为避险工具的属性进一步突显，黄金价格坚挺趋势或仍有望延续。而公司作为黄金饰品龙头企业，预计高位金价将给公司带来一定收入弹性，也将进一步促进公司股价的提升。

图 38: 长期金价上涨推动公司股价上升



资料来源: Wind、招商证券

3.3 促销节奏恢复正常后，盈利能力有显著改善预期

由于疫情影响，珠宝首饰消费需求疲软，公司进行了多次品牌推广和促销活动，线上线下齐发力，共同促使公司在疫情期间实现业绩增长。

线下方面，公司进一步增加门店数量，开展品牌促销活动。公司在疫情期间维持稳定的展店速度，截止 2020 年 6 月末，老凤祥共计拥有营销网点达到 3991 家(含海外银楼 19 家)，上半年净增 98 家。同时今年公司增加了促销活动的力度，金价优惠政策直接让利消费者。如：儿童节当天黄金饰品金价优惠 20 元/克；“618 购物节”时期黄金、铂金、18K 饰品类金价优惠 30 元/克等。

线上方面，公司大力推广直播营销新品。诸多精选的产品以实惠的价格将最大的优惠福利带给消费者，通过促销活动提高了品牌的知名度，也助力了销售额的恢复。

图 39: 品牌日特别活动



资料来源：老凤祥微信公众号、招商证券

图 40: 公司七夕促销活动



资料来源：老凤祥微信公众号、招商证券

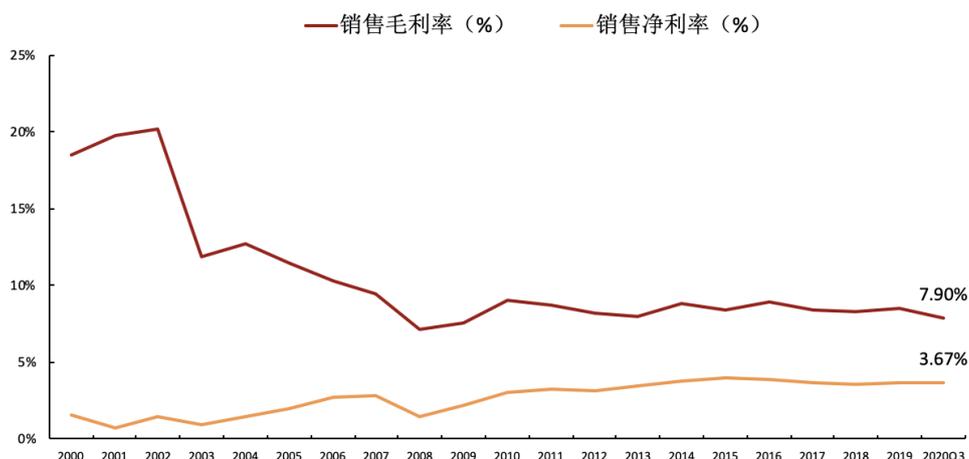
表 4. 疫情期间老凤祥公司部分线上促销活动展示

时间	促销方式	关联产品	图示
2020年7月13日	老凤祥品牌专场直播：特邀老凤祥首席发言人——上海老凤祥有限公司市场部总经理王恩生先生，做客直播间。	18k 金镶珍珠项链 18k 贝壳项链 18k 金镶钻石葫芦 黄金小蛮腰项链 黄金绣芳华平安牌 黄金绣芳华葫芦手链 黄金绣芳华葫芦挂坠 黄金绣芳华福牌挂坠 黄金绣芳华四叶草手串	
2020年7月12日	老凤祥专场直播	2020年老凤祥新品发布计划	

资料来源：万家购物、招商证券

大力度的促销虽然避免了销量大幅下滑，但公司整体毛利率有所下降。前三季度公司综合毛利率下滑 0.58pct 至 7.9%，大陆地区的黄金珠宝业务毛利率下滑 2.37pct 至 9.08%。预计 2021 年疫情影响逐步消退后，公司促销节奏会恢复正常，也将促使公司毛利率水平回升，公司整体盈利能力会有改善预期。

图 41: 2020 年 Q3 销售毛利率下降



资料来源: Wind、招商证券

四、盈利预测与估值

老凤祥是我国珠宝行业的百年老店，品牌悠久，竞争力强。今年在疫情影响下，公司整体表现依然优于同行，三季度已经实现了业绩的同比正增长。长期来看，在金价上涨和行业集中度提升的背景下，老凤祥作为以黄金首饰销售为主业的珠宝行业龙头公司，有望率先受益。短期来看，在各国的经济刺激计划下，高金价趋势有望延续；明年疫情影响减弱后，婚庆市场需求回归正常，销量有望迎来恢复性增长；促销频率和折扣幅度回归正常水平后，也将带来公司盈利能力的提升。量价齐升叠加盈利能力改善，将助力公司明年业绩实现高增长。

考虑到年初疫情可能一定程度影响全年业绩，我们假设 2020~2022 年公司收入增速分别为 5.9%、17.2%、9.8%；2020 年珠宝首饰业务毛利率略有下降，2021 年回升至 10.1% 的正常水平，其他业务毛利率基本稳定，销售费用率呈小幅下降趋势、管理费用率稳定。三季度以来随着疫情影响逐步消除，以及黄金价格持续高位，我们认为公司在未来几个季度将迎来业绩回升，同时国企改革预期提升运营效率，有望进一步增强盈利弹性。预计 2020~2022 年归母净利润分别为 14.76 亿元、19.07 亿元、21.30 亿元，同比分别增长 5%、29%、12%，目前股价对应 2020 年、2021 年 PE 分别为 17x、13x，维持“强烈推荐-A”评级。

表 5: 未来三年盈利简表

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	34964	39810	43784	49629	52553	61608	67670
营业成本	31834	36488	40175	45427	48347	56457	62024
营业税金及附加	181	175	191	170	179	210	231
营业费用	659	661	710	744	787	861	879
管理费用	443	457	470	490	518	608	667
研发费用	0	0	20	22	23	28	30
财务费用	153	170	210	253	267	273	285
资产减值损失	3	(23)	1	(19)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	(20)	(0)	(115)	100	20	20	20

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他收益	0	82	120	76	80	80	80
投资收益	38	1	94	(219)	0	0	0
营业利润	1715	1920	2109	2462	2515	3256	3639
营业外收入	111	50	45	36	30	30	30
营业外支出	4	5	4	5	5	5	5
利润总额	1822	1965	2150	2493	2540	3281	3664
所得税	456	495	586	663	621	802	896
少数股东损益	308	334	359	422	443	572	639
归属于母公司净利润	1057	1136	1205	1408	1476	1907	2130

资料来源: 公司资料、招商证券

五、风险因素

我们认为未来公司主要的风险因素在于金价波动风险、市场需求走弱、内部改革效率提升不及预期三个方面。

- 1) **金价波动风险:** 公司目前销售占比最大的是素金类产品, 金价的大幅波动风险会在一定程度上影响公司的经营。短期内受到疫苗研发和美国大选等不确定因素落地, 金价有所回调, 若金价继续走弱则对公司股价有不利影响。
- 2) **市场需求走弱风险:** 去年受经济下行压力增大等因素影响, 国内黄金消费疲软, 今年年初疫情影响消费下滑。同时, 黄金价格的不断攀升也导致黄金首饰消费出现明显下滑, 导致实金投资者持谨慎观望态度, 重点企业及商业银行金条销量也出现大幅下降。如果市场由于宏观经济低迷、金价高企等因素导致居民对黄金饰品的消费需求不及预期, 将一定程度上影响未来公司的经营业绩。
- 3) **内部改革效率提升不及预期风险:** 如果公司的内部改革推进进展或者实行效果不及预期, 将对运营效率的提升产生负面影响, 从而进一步影响公司业绩表现。

图 42: 老凤祥历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 43: 老凤祥历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14617	16405	17686	20773	22257
现金	4750	4320	4870	5844	5879
交易性投资	110	232	232	232	232
应收票据	344	0	0	0	0
应收款项	443	372	374	438	481
其它应收款	36	34	36	43	47
存货	8901	11405	12130	14164	15561
其他	32	42	45	52	57
非流动资产	869	776	743	707	672
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	346	332	317	296	274
无形资产	98	94	84	76	68
其他	425	350	342	335	330
资产总计	15486	17181	18429	21479	22929
流动负债	6990	7700	7630	8645	7898
短期借款	4678	7055	6943	7841	7014
应付账款	629	523	557	650	714
预收账款	174	132	141	165	181
其他	1509	(11)	(11)	(11)	(11)
长期负债	1112	1140	1140	1140	1140
长期借款	1029	1047	1047	1047	1047
其他	82	93	93	93	93
负债合计	8102	8840	8770	9784	9038
股本	523	523	523	523	523
资本公积金	512	511	511	511	511
留存收益	5157	5986	6860	8325	9882
少数股东权益	1193	1321	1764	2336	2974
归属于母公司所有者权益	6191	7020	7895	9359	10916
负债及权益合计	15486	17181	18429	21479	22929

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(371)	(1254)	1455	709	1633
净利润	1205	1408	1476	1907	2130
折旧摊销	85	77	59	54	50
财务费用	234	325	267	273	285
投资收益	(94)	222	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(2157)	(3754)	(690)	(2001)	(1372)
其它	356	470	443	576	641
投资活动现金流	(10)	(336)	75	83	86
资本支出	(52)	(33)	(25)	(17)	(14)
其他投资	43	(304)	100	100	100
筹资活动现金流	767	1163	(981)	181	(1684)
借款变动	1528	1982	(112)	897	(827)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(0)	0	0	0
股利分配	(549)	(575)	(602)	(443)	(572)
其他	(212)	(244)	(267)	(273)	(285)
现金净增加额	386	(428)	550	974	35

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43784	49629	52553	61608	67670
营业成本	40175	45427	48347	56457	62024
营业税金及附加	191	170	179	210	231
营业费用	710	744	787	861	879
管理费用	470	490	518	608	667
研发费用	20	22	23	28	30
财务费用	210	253	267	273	285
资产减值损失	1	(19)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	(115)	100	20	20	20
其他收益	120	76	80	80	80
投资收益	94	(219)	0	0	0
营业利润	2109	2462	2515	3256	3639
营业外收入	45	36	30	30	30
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	2150	2493	2540	3281	3664
所得税	586	663	621	802	896
少数股东损益	359	422	443	572	639
归属于母公司净利润	1205	1408	1476	1907	2130

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	10%	13%	6%	17%	10%
营业利润	10%	17%	2%	29%	12%
净利润	6%	17%	5%	29%	12%
获利能力					
毛利率	8.2%	8.5%	8.0%	8.4%	8.3%
净利率	2.8%	2.8%	2.8%	3.1%	3.1%
ROE	19.5%	20.1%	18.7%	20.4%	19.5%
ROIC	12.7%	12.5%	11.9%	13.0%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	51.5%	47.6%	45.6%	39.4%
净负债比率	36.9%	47.2%	43.4%	41.4%	35.2%
流动比率	2.1	2.1	2.3	2.4	2.8
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	2.8	2.9	2.9	2.9	3.0
存货周转率	5.0	4.5	4.1	4.3	4.2
应收帐款周转率	59.6	85.6	141.0	152.0	147.0
应付帐款周转率	63.2	78.9	89.6	93.6	91.0
每股资料 (元)					
EPS	2.30	2.69	2.82	3.65	4.07
每股经营现金	-0.71	-2.40	2.78	1.36	3.12
每股净资产	11.84	13.42	15.09	17.89	20.87
每股股利	1.10	1.15	0.85	1.09	1.22
估值比率					
PE	20.8	17.8	17.0	13.1	11.8
PB	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	12.3	10.5	10.2	8.1	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

宋盈盈，CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任招商证券轻工纺服行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。