

# 老凤祥 (600612.SH)

## 品牌跨越世纪，变革日新月异

**跨越世纪的黄金珠宝饰品龙头。**公司业务涵盖黄金珠宝首饰、工艺美术品及三大产业和“中华”商标为代表的笔类文具用品产业。老凤祥品牌创始于1848年（清代道光年间），是跨越了中国三个世纪的经典黄金首饰品牌，2018年市占率为6%。“珠宝首饰+黄金交易”业务成为公司最主要业务，贡献接近90%的收入。2008-2018年公司营业收入/归母净利润CAGR分别为17%/33%。2019年Q1-Q3营业收入/归母净利润分别同增15.4%/18.1%至421/12亿元。

**产品创新升级，网点拓展加速。**公司近年来在原有工艺优势上产品升级，增加精品和差异化产品比重，与此匹配：新建东莞素金生产基地和镶嵌生产基地，自产比例提升50-60%，更有效应对新品供应链要求；渠道端则采用总经销及下属经销商模式配合灵活的合资公司落实门店管控，推进下沉、加速扩展。2018年新增网点351家至3503家，预计未来2-3年内保持每年100-200家的展店速度。由此我们认为公司后期收入增速及毛利率水平均将有望提升。

**混改已启动，持续推进及活力释放值得预期。**2018年，公司珠宝业务主体子公司“老凤祥有限”其21.99%股权（董事长等高管及职工持股会所有）按27.05亿元转让给央地融合（上海）工艺美术股权投资中心（国新张恒为GP），此举开启了公司股权多元化和混合所有制改革的序幕，部分有效解决了公司老员工退出、核心员工激励的问题，并引入了战略投资者。未来，我们认为改革仍将持续推动，由此释放的经营活力亦值得预期。

**短期金价催化行业需求，长期消费属性相较投资属性更强。**2017年至今，黄金价格上涨29%至342元/克，全球降息趋势延续，黄金价格未来仍有望震荡上升。黄金珠宝需求兼具投资与消费属性（占比15%/85%），金价上行有望推动短期需求。而拉长视角，中国珠宝市场规模512亿美元，一/二线多元品类（钻石/珠宝等）、个性化，三/四线认可黄金、品牌化的消费属性更为明显，未来复合增长预期平稳。

**投资建议：**公司作为珠宝饰品龙头，在黄金饰品消费属性逐渐增强的过程中，老凤祥产品升级与渠道展店并行，业务增长稳定。公司混改后股权结构清晰，有望的释放公司制度活力。我们预计公司2019-2021年预计公司净利润为14.2/16.8/19.7亿元，同比增长18%/19%/17%。现价51.35元，给予公司目标价65元/股，对应2020年PE 20倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**金价波动带来的影响；汇率波动带来的影响；终端销售放缓，门店拓展不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	39,810	43,784	50,207	56,996	64,386
增长率 yoy (%)	13.9	10.0	14.7	13.5	13.0
归母净利润(百万元)	1,136	1,205	1,421	1,684	1,972
增长率 yoy (%)	7.4	6.0	18.0	18.5	17.1
EPS 最新摊薄(元/股)	2.17	2.30	2.72	3.22	3.77
净资产收益率(%)	21.9	21.2	21.2	21.2	20.8
P/E(倍)	23.6	22.3	18.9	16.0	13.6
P/B(倍)	4.8	4.3	3.8	3.3	2.8

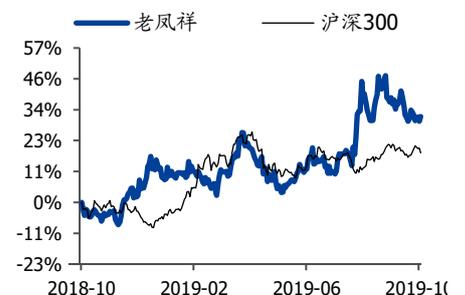
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	纺织服装
最新收盘价	51.35
总市值(百万元)	26,862.10
总股本(百万股)	523.12
其中自由流通股(%)	60.62
30日日均成交量(百万股)	1.03

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 刘畅

执业证书编号：S0680519070002

邮箱：liuchang@gszq.com

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	12,411	14,617	20,338	23,399	26,730
现金	4,358	4,750	8,672	10,894	11,993
应收账款	683	443	812	613	996
其他应收款	45	0	51	6	58
预付账款	34	31	136	54	161
存货	7,210	8,901	10,555	11,720	13,410
其他流动资产	81	491	113	112	112
<b>非流动资产</b>	1,013	869	919	923	944
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	374	346	391	430	468
无形资产	100	98	86	73	64
其他非流动资产	539	425	442	420	413
<b>资产总计</b>	13,424	15,486	21,257	24,322	27,674
<b>流动负债</b>	6,617	6,990	11,701	13,332	14,877
短期借款	3,922	4,678	8,435	10,499	11,266
应付账款	643	629	818	821	1,028
其他流动负债	2,053	1,683	2,448	2,012	2,583
<b>非流动负债</b>	93	1,112	915	709	512
长期借款	0	1,029	832	627	429
其他非流动负债	93	82	82	82	82
<b>负债合计</b>	6,710	8,102	12,616	14,041	15,389
少数股东权益	1,106	1,193	1,604	2,097	2,676
股本	523	523	523	523	523
资本公积	511	512	512	512	512
留存收益	4,497	5,153	6,112	7,237	8,563
归属母公司股东收益	5,607	6,191	7,037	8,184	9,609
<b>负债和股东权益</b>	13,424	15,486	21,257	24,322	27,674

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	1,248	-371	1,216	1,384	1,560
净利润	1,470	1,564	1,832	2,177	2,551
折旧摊销	84	85	68	75	54
财务费用	170	210	323	387	400
投资损失	-1	-94	-20	-38	-38
营运资金变动	-495	-2,275	-1,062	-1,277	-1,456
其他经营现金流	20	139	76	60	50
<b>投资活动净现金流</b>	39	-10	-163	-98	-87
资本支出	40	52	27	7	25
长期投资	14	-52	-0	-0	-0
其他投资现金流	93	-10	-136	-92	-62
<b>筹资活动净现金流</b>	-1,769	767	-888	-1,129	-1,141
短期借款	-889	756	0	0	0
长期借款	0	1,029	-197	-206	-197
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-880	-1,020	-691	-924	-944
<b>现金净增加额</b>	-491	387	166	157	333

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	39,810	43,784	50,207	56,996	64,386
营业成本	36,488	40,175	45,721	51,789	58,428
营业税金及附加	175	191	226	256	290
营业费用	661	710	854	969	1,095
管理费用	457	470	577	655	740
财务费用	170	210	323	387	400
资产减值损失	23	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-0	-115	-76	-60	-50
投资净收益	1	94	20	38	38
<b>营业利润</b>	1,920	2,109	2,451	2,917	3,421
营业外收入	50	45	30	30	30
营业外支出	5	4	5	4	4
<b>利润总额</b>	1,965	2,150	2,475	2,942	3,447
所得税	495	586	644	765	896
<b>净利润</b>	1,470	1,564	1,832	2,177	2,551
少数股东收益	334	359	411	494	579
<b>归属母公司净利润</b>	1,136	1,205	1,421	1,684	1,972
EBITDA	2,156	2,444	2,770	3,322	3,835
EPS (元/股)	2.17	2.30	2.72	3.22	3.77

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	13.9	10.0	14.7	13.5	13.0
营业利润 (%)	12.0	9.8	16.2	19.0	17.3
归属母公司净利润 (%)	7.4	6.0	18.0	18.5	17.1
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	8.3	8.2	8.9	9.1	9.3
净利率 (%)	2.9	2.8	2.8	3.0	3.1
ROE (%)	21.9	21.2	21.2	21.2	20.8
ROIC (%)	16.2	14.4	12.1	12.3	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.0	52.3	59.3	57.7	55.6
净负债比率 (%)	-6.3	13.0	9.3	4.3	-0.7
流动比率	1.9	2.1	1.7	1.8	1.8
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.90	3.03	2.73	2.50	2.48
应收账款周转率	69.5	77.7	80.0	80.0	80.0
应付账款周转率	63.6	63.2	63.2	63.2	63.2
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.17	2.30	2.72	3.22	3.77
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.41	-0.55	2.33	2.65	2.98
每股净资产 (最新摊薄)	10.72	11.84	13.45	15.64	18.37
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	23.6	22.3	18.9	16.0	13.6
P/B	4.8	4.3	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	12.8	11.8	10.5	8.8	7.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、百年珠宝龙头品牌.....	5
跨越世纪的经典黄金首饰品牌.....	5
珠宝首饰业务为核心，收入/业绩增长稳定.....	6
二、行业：长期黄金珠宝消费属性强，短期金价成催化.....	8
金价短期催化行业需求.....	8
行业增长稳定，黄金珠宝消费属性增强.....	9
三、国企改革：股权混改释放公司活力.....	12
子公司“老凤祥有限”股权变化为焦点.....	12
混改推行，释放活力.....	12
四、业务亮点——展店和品类升级并举.....	13
渠道布局广阔，进入拓张阶段.....	14
品类升级带来毛利率提升.....	16
财务表现：稳定增长+高周转打造高 ROE.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	20
盈利预测.....	20
估值与投资建议.....	21
风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 老凤祥银楼.....	5
图表 2: 老凤祥市值（亿元）及发展趋势.....	5
图表 3: 公司业务收入（亿元）及占比（右轴，%）.....	6
图表 4: 老凤祥珠宝首饰业务收入（百万元）、增速（%）、毛利率（%）.....	6
图表 5: 黄金交易业务收入（百万元）、增速（%）、毛利率（%）.....	7
图表 6: 笔类业务收入（百万元）、增速（%）、毛利率（%）.....	7
图表 7: 工艺美术品业务收入（百万元）、增速（%）、毛利率（%）.....	8
图表 8: 公司营业收入及其增长情况（亿元，%）.....	8
图表 9: 公司归母净利润及其增长情况（亿元，%）.....	8
图表 10: 黄金现货（美元/盎司）与美元指数.....	9
图表 11: 黄金现货（美元/盎司）与美国国债实际利率.....	9
图表 12: 黄金消费需求（吨）与收盘价（元/克）.....	9
图表 13: 黄金珠宝零售额同比增速（%）.....	9
图表 14: 我国珠宝饰品市场规模及增速（亿美元，%）.....	10
图表 15: 金银珠宝零售额当月同比（%）.....	10
图表 16: 我国珠宝饰品 CR5/CR10 的变化趋势.....	10
图表 17: CR5 各个品牌市占率变化情况.....	10
图表 18: 各级城市消费者对饰品的消费意愿（%）.....	11
图表 19: 黄金饰品占比（%）.....	11
图表 20: 黄金珠宝消费需求构成（%）.....	11
图表 21: 个性化的黄金珠宝饰品.....	11
图表 22: 老凤祥股权结构（2010 年定增前）.....	12
图表 23: 老凤祥股权结构（2010 年定增后）.....	12

图表 24: 老凤祥股权结构 (2018 年后)	13
图表 25: 老凤祥黄金类商品业务模式	14
图表 26: 老凤祥珠宝玉石类商品业务模式	14
图表 27: 上海老凤祥银楼	15
图表 28: 老凤祥海外网点 (澳大利亚)	15
图表 29: 老凤祥网点数量 (个)	15
图表 30: 老凤祥渠道模式	16
图表 31: 各珠宝品牌渠道数量对比(个)	16
图表 32: 老凤祥工艺展示	17
图表 33: 老凤祥珠宝业务毛利率变化	18
图表 34: 珠宝公司收入增速对比 (%)	18
图表 35: 珠宝公司净利润增速对比 (%)	18
图表 36: 珠宝公司毛利率对比 (%)	19
图表 37: 珠宝公司净利率对比 (%)	19
图表 38: 存货周转天数对比	19
图表 39: 应收账款周转天数对比	19
图表 40: 各公司 ROE 对比 (%)	20
图表 41: 老凤祥珠宝业务收入拆分预测	20
图表 42: 老凤祥营业收入拆分预测 (百万元)	21
图表 43: 绝对估值敏感性分析	21
图表 44: 可比公司估值表	22

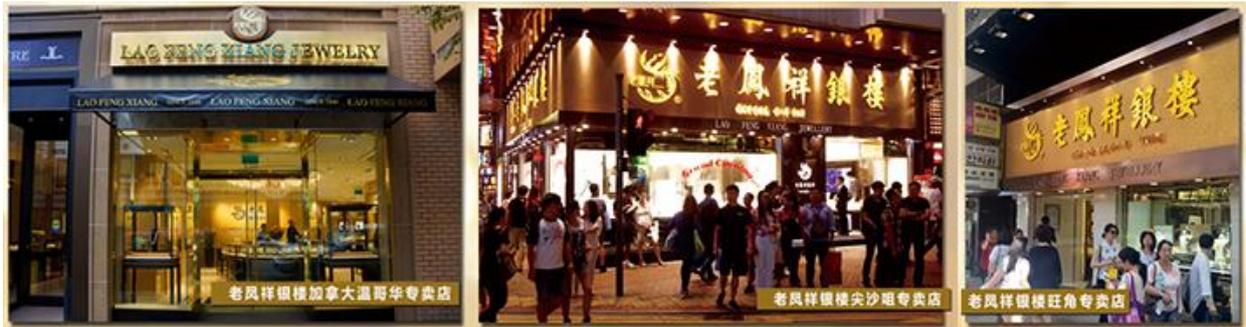
## 一、百年珠宝龙头品牌

### 跨越世纪的经典黄金首饰品牌

老凤祥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，创始于1848年（清代道光年间），是跨越了中国三个世纪的经典黄金首饰品牌；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。

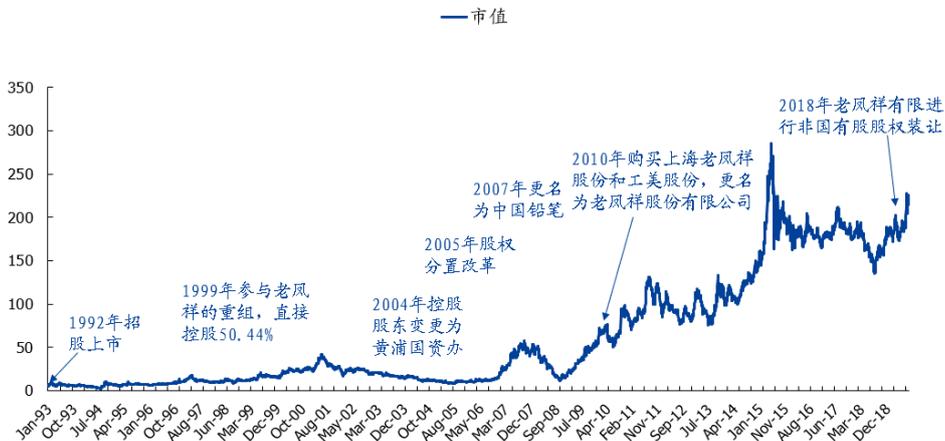
1992年，公司前身中国第一铅笔股份有限公司上市。1999年，参与老凤祥有限的重组，直接控股50.44%，但不干预老凤祥有限的经营管理。2001年，第一铅笔开始直接控制老凤祥有限的经营管理。2004年，公司控股股东变更为黄浦区国资办。2005年，公司进行股权分置改革。2010年9月，上市公司（中国铅笔）完成资产重组，对老凤祥有限的控股比例提升至78.01%，同时上市公司更名为“老凤祥股份有限公司”。2018年，公司旗下的老凤祥有限进行非国有股股权转让。

图表1：老凤祥银楼



资料来源：老凤祥官网，国盛证券研究所

图表2：老凤祥市值（亿元）及发展趋势

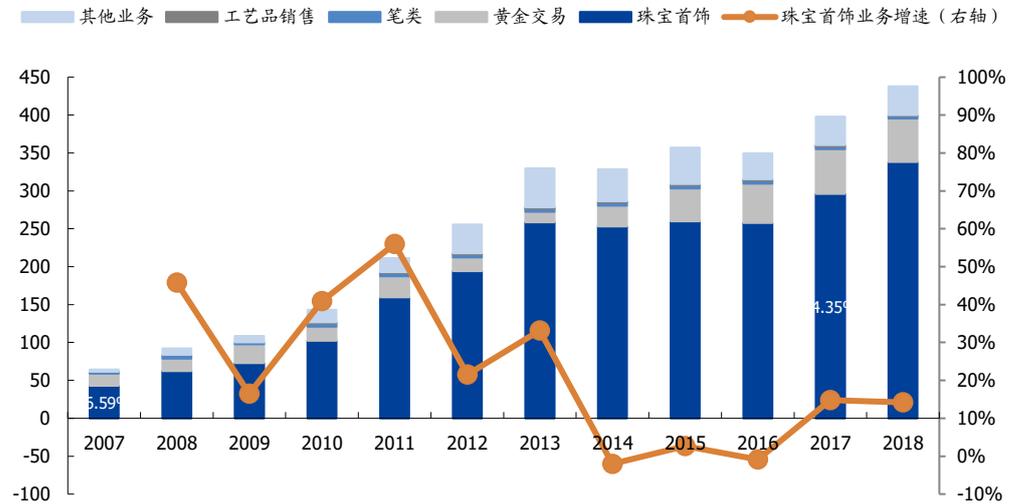


资料来源：wind，国盛证券研究所

珠宝首饰业务为核心，收入/业绩增长稳定

老凤祥有限并入上市公司后，公司依然保留原有“工艺品”及“笔类”两条业务线，而“珠宝首饰+黄金交易”业务成为公司最主要业务，贡献接近90%的收入，且该占比近4年来逐年小幅提升。

图表3: 公司业务收入(亿元)及占比(右轴, %)

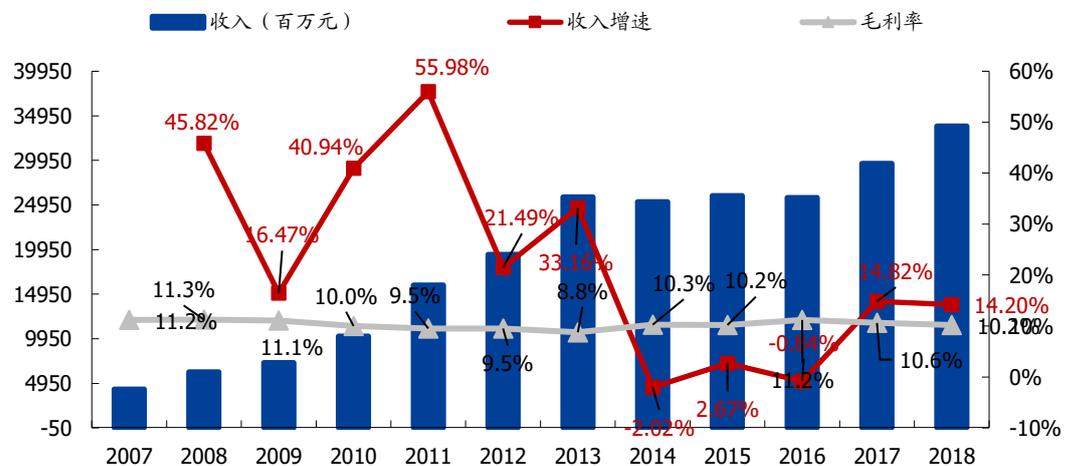


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ **珠宝首饰业务:** 老凤祥珠宝集科工贸于一体、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，形成了“黄金、铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、珐琅、K金珠宝眼镜、珊瑚、手表、工艺美术旅游纪念品”等较为齐全的产品门类。

珠宝首饰是公司的核心业务，2018年珠宝首饰业务销售收入338亿元，同比增长14.20%，占主营业务收入的77.20%；珠宝业务的毛利率一直保持稳定，收入增速在近几年有所回升。

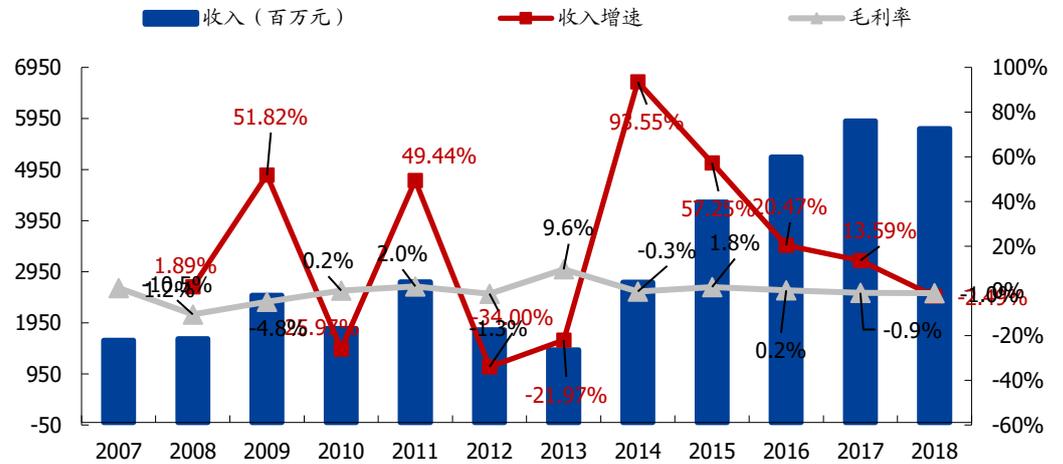
图表4: 老凤祥珠宝首饰业务收入(百万元)、增速(%)、毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **黄金交易业务:** 由于公司每年的黄金产销量接近百吨, 因此公司同时经营部分黄金交易业务, 主要为在金交所进行黄金/铂金现货全额交易、黄金(T+D)延期交收交易、黄金租赁交易和黄金远期交易等。2018年黄金交易收入57.5亿元, 同比减少2.49%。

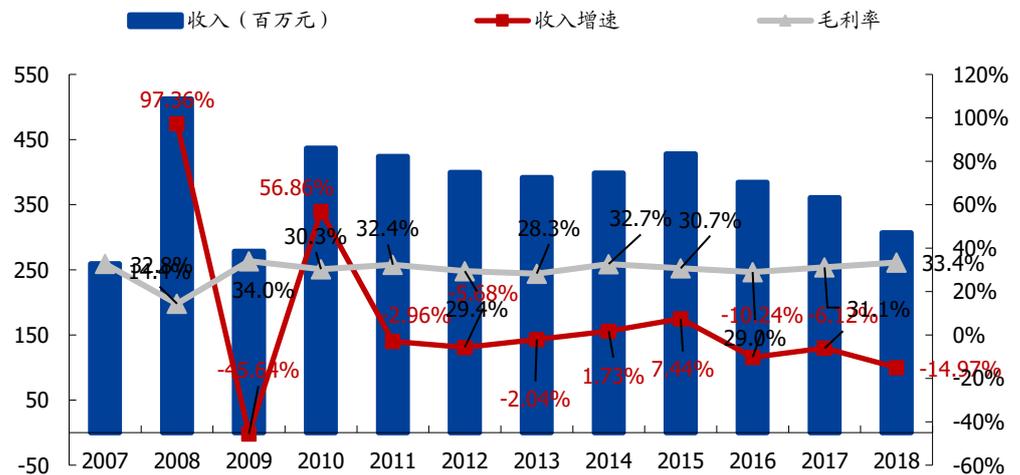
图表5: 黄金交易业务收入(百万元)、增速(%)、毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **笔类业务:** 主要系销售“中华牌”“长城牌”铅笔等所得收入, 近3年来, 笔类销售收入略有下滑, 毛利率较稳定, 维持在30%左右。2018年笔类销售收入3.07亿元, 同比减少14.97%。

图表6: 笔类业务收入(百万元)、增速(%)、毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **工艺美术品业务:** 主要包括工艺品、玉牙雕、印泥等产品的加工和销售。工艺品和玉牙雕产品国内主要通过控股或参股的子公司(上海城工艺品等)的下属门店对外零售及批发; 印泥产品主要为出口, 由上海西泠印社有限公司直接销售。

图表7: 工艺美术品业务收入(百万元)、增速(%)、毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

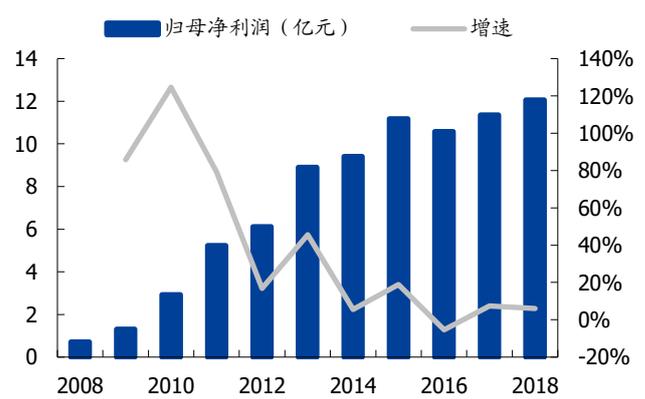
2008-2018年公司营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 16.87%/32.92%。2019年 Q1-Q3 营业收入/归母净利润分别同增 15.4%/18.1%至 421/12 亿元。

图表8: 公司营业收入及其增长情况(亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司归母净利润及其增长情况(亿元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 二、行业: 长期黄金珠宝消费属性强, 短期金价成催化

金银珠宝首饰行业的字面拆解——以金银珠宝为原材料加工制作的饰品, 提示了这个行业的三大消费属性: 1) “金银珠宝”的贵金属及稀有材料所带来的“大额单品”属性; 2) “首饰”所带来的“时尚”属性; 3) 原材料具有较强的货币属性。

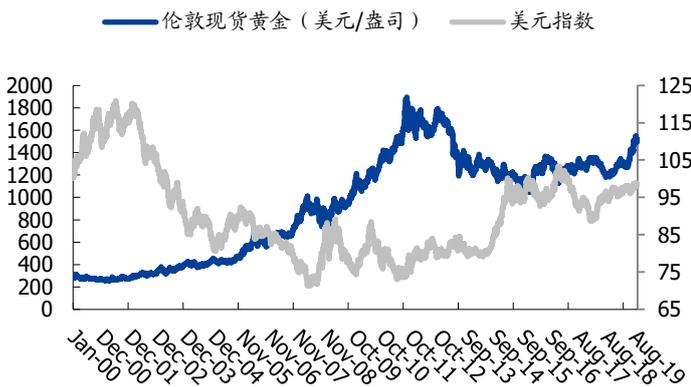
根据世界黄金协会的数据, 全球黄金需求的构成上珠宝首饰/投资/央行储备/工业应用需求占比分别为 51%/26%/15%/8%, 黄金具备强货币属性、投资和消费属性。

### 金价短期催化行业需求

➤ 珠宝首饰的原材料——黄金具备强货币属性，黄金价格波动主要受到全球经济发展/美元指数等因素影响，中长期趋于上涨。历史数据证明，黄金价格与美元指数、美国国债收益率呈现负相关关系，这主要源于全球黄金交易多以美元计价，黄金为美元价值的度量衡。

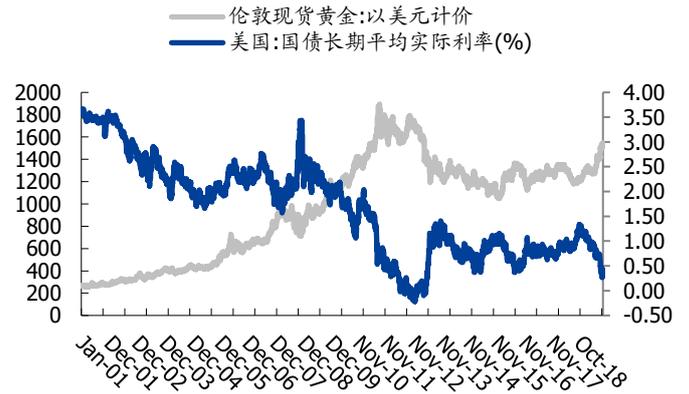
我们认为伴随美联储持续降息周期，美债收益率有望在较长时期内保持下行趋势，从而利好金价。但鉴于美国经济仍保持相对强势，且全球央行已开始竞相宽松，美元指数短期内仍较为坚挺。因此，黄金价格短期内大概率震荡，但中长期趋于上涨。

图表 10: 黄金现货(美元/盎司)与美元指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 黄金现货(美元/盎司)与美国国债实际利率

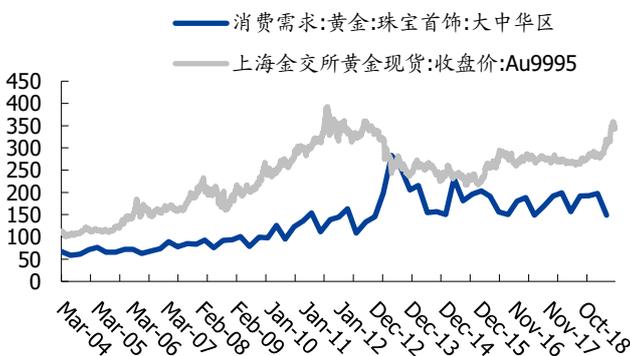


资料来源: wind, 国盛证券研究所

在金价与黄金珠宝需求的关系中我们认为: 1) 当黄金价格呈现长期上涨趋势时, 消费者形成对黄金价格走强的预期, 黄金珠宝的需求随之提升。2009年-2011年我国黄金价格上涨趋势明确, 随着黄金珠宝首饰需求提升明显; 2) 当黄金价格出现大幅下跌时, 市场对黄金需求呈现出大幅的提升, 例如2013年出现的“抢金潮”; 3) 金价形成长期下跌趋势时, 黄金珠宝的消费属性更为明显。

2017年以来金价呈现稳中有升的状态, 2019年以来金价上升趋势更加明确, 而相应的金银珠宝的零售表现呈现震荡趋势。

图表 12: 黄金消费需求(吨)与收盘价(元/克)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 黄金珠宝零售额同比增速(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

行业增长稳定, 黄金珠宝消费属性增强

对于珠宝行业的发展趋势，我们认为：1、行业市场规模经历了高速发展后目前进入稳定增长阶段；2、消费者对于珠宝饰品需求逐步升级过程中，三四线城市消费者随着可支配收入的提升，对于珠宝饰品的消费需求从量的需求逐渐转向对具有影响力的品牌的精品饰品需求，一二线城市消费者逐步提升对个性设计、差异化品类产品的需求。3、珠宝消费中仍以黄金饰品为主，需求中以婚嫁、送礼等刚需为主，日常消费需求也在逐步提升，因此长期看黄金珠宝的消费属性强于投资属性。

- **市场规模稳定提升：**根据欧睿数据显示，我国的珠宝首饰行业 2018 年规模 1025 亿美元左右经过，在增速上，经过了 2009 年-2013 年的高速发展后（2013 年由于金价大幅下跌出现需求快速生长）进入了稳定增长阶段，预计未来 5 年保持 CAGR 为 3-5% 的增速趋势。

图表 14: 我国珠宝饰品市场规模及增速 (亿美元, %)



资料来源：欧睿，国盛证券研究所

图表 15: 金银珠宝零售额当月同比 (%)

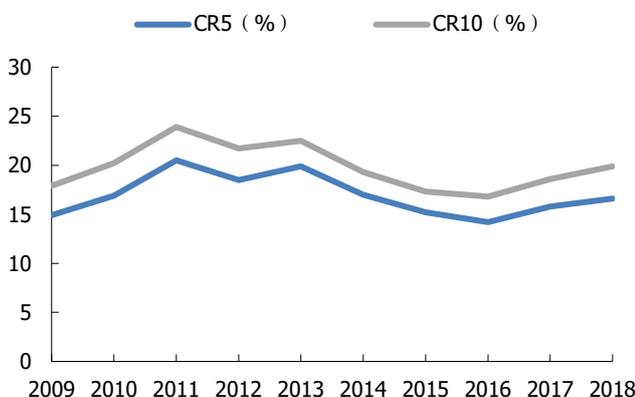


资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

- **消费升级趋势下，市场集中度略有波动：**珠宝行业集中度相对分散，且在 2013 年以来集中度出现下行，2016 年后出现提升的趋势。头部品牌的市占率相对稳定，周大福/老凤祥/周生生等品牌过去十年的是市占率表现相对稳定。

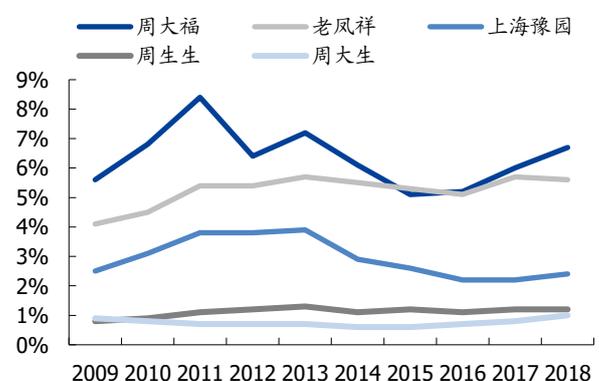
对于未来珠宝行业的竞争格局，正如前文提及的消费升级趋势下，三四线城市消费者从粗线条黄金珠宝饰品的需求转向影响力较大、口碑好的品牌产品需求，而一二线城市消费者对于精细化、个性差异化产品需求提升。我们认为深度布局低线城市且口碑好的头部品牌会持续受益。

图表 16: 我国珠宝饰品 CR5/CR10 的变化趋势



资料来源：欧睿，国盛证券研究所

图表 17: CR5 各个品牌市占率变化情况

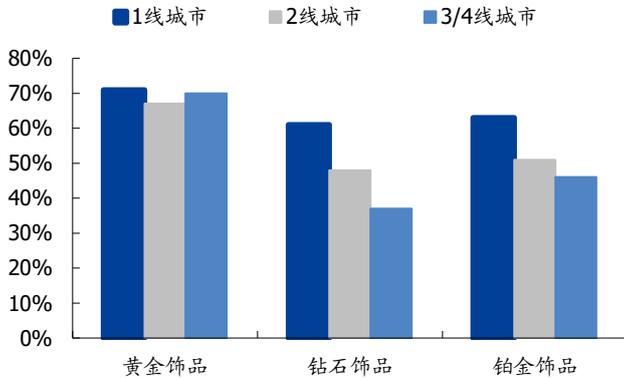


资料来源：欧睿，国盛证券研究所

当前的珠宝行业消费结构中黄金饰品占据半壁江山，三四线城市黄金饰品消费意愿更强

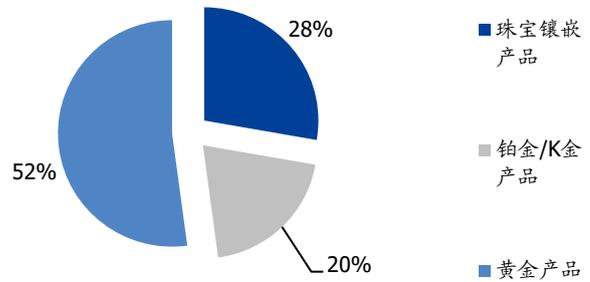
烈。根据 Frost & Sullivan 数据黄金产品/镶嵌类产品/铂金、K 金产品占比分别为 52%/28%/20%。在不同层级城市之间，消费习惯具有差异。根据世界黄金协会数据，三四线城市对于钻石和铂金累产品的消费意愿明显低于黄金饰品。而在一线城市，三类产品的消费意愿差异并不明显。黄金饰品消费意愿略高于另外两者。

图表 18: 各级城市消费者对饰品的消费意愿 (%)



资料来源: 世界黄金协会, 国盛证券研究所

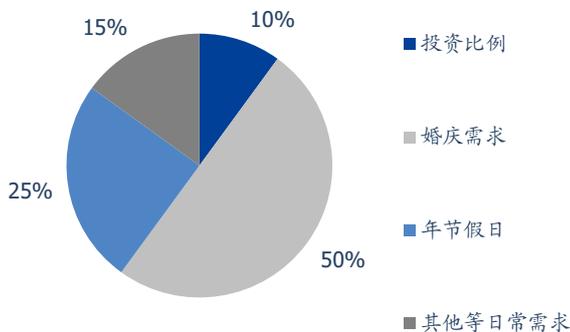
图表 19: 黄金饰品占比 (%)



资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

- 对于黄金饰品的消费同样经历了从粗线条黄金饰品到追求品牌产品及个性化产品的升级过程。我们认为黄金珠宝的消费刚性需求表现更为明显，消费属性逐渐高于投资属性，因此金价的扰动效果从长期角度来看并不明显。
- 传统的对于黄金珠宝的需求主要在于其含金量，当前消费更多的是年节假日及婚庆嫁娶的刚性需求为主。根据香港贸发局数据显示，黄金饰品需求中，婚庆需求占比 50%左右，节假日消费需求总体占比在 20%-30%，而投资属性比例在 10%左右。同时随着年轻的消费群体收入的提升，黄金珠宝产品更多的出现在日常消费中，一方面消费者更加重视黄金珠宝的装饰品属性，另一方面，为了追求个性化的表达，对黄金珠宝的设计个性、生产精细化的要求更高。

图表 20: 黄金珠宝消费需求构成 (%)



资料来源: 香港贸发局, 国盛证券研究所

图表 21: 个性化的黄金珠宝饰品



资料来源: 老凤祥官网, 国盛证券研究所

### 三、国企改革：股权混改释放公司活力

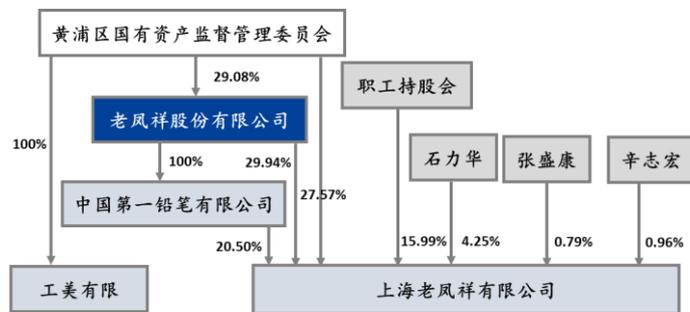
上市公司第一大股东及实控人为上海市黄浦区国资委，持有老凤祥 42.09%的股权。上市公司旗下三家重点子公司为：上海老凤祥有限公司（直接持股 57.1%，间接持股 20.5%）、上海工艺美术有限公司（100%持股）、中国第一铅笔有限公司（100%持股）。

#### 子公司“老凤祥有限”股权变化为焦点

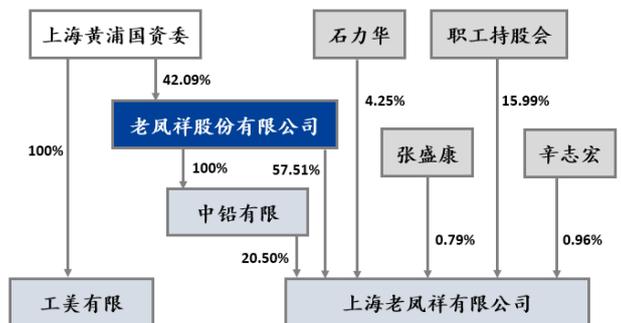
子公司老凤祥有限责任公司的股权结构一直是市场关注焦点，该核心子公司作为珠宝首饰的运营主体，是公司收入和业绩的主要来源。在 2010 年之前，上市公司持有老凤祥有限股份为 50.44%（直接持股 29.94%，间接持股 20.5%）。2010 年，上市公司通过向黄浦区国有资产管理办公室定增，购买其拥有的老凤祥有限 27.57%的股权、工美有限的 100%股权。本次交易中老凤祥有限 27.57%/工美有限 100%股权定价为 4.58/3.64 亿元，定增价格为 14.08 元/股。

此后，老凤祥有限股权分为国有股权和非国有股权，其中**国有股权**是上海国资委通过上市公司直接持股 57.51%，通过上市公司全资子公司中铅有限间接持股 20.50%；**非国有股权**包括职工持股会持股 15.99%（260 人），自然人（经营者）群体持股 6%（以董事长石力华、常务副总辛志宏、张盛康为代表的 44 名高管及经营技术骨干）。

图表 22: 老凤祥股权结构 (2010 年定增前)



图表 23: 老凤祥股权结构 (2010 年定增后)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

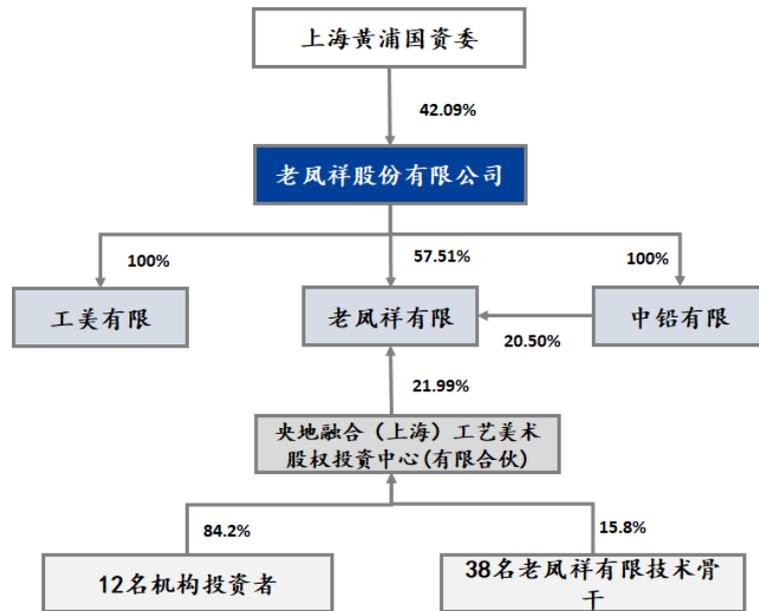
#### 混改推行，释放活力

为解决上海老凤祥有限公司股东架构方面的历史遗留问题，打破职工股权固化僵局，建立更加科学、合理、规范的公司股权架构，**2018 年**，老凤祥有限公司非国有股权（共计 **21.99%**）按 **20.05 亿元** 价格转让给央地融合（上海）工艺美术股权投资中心。

“工艺美术基金”是以有限合伙企业为组织形式的私募股权投资基金，由“国新张创”担任基金管理人、普通合伙人和执行事务合伙人。由 **12 名** 机构投资者及 **38 名** 原通过

职工持股会或自然人持股持有上海老凤祥有限公司股份的经营技术骨干共同投资。

图表 24: 老凤祥股权结构 (2018 年后)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 老凤祥的历史遗留问题不仅在于，拥有老凤祥有限股权的公司高管以及职工持股会的相关员工即将退休，混改的进行为未来公司管理层的迭代奠定了体制基础。为公司向未来的核心骨干人员进行创新性激励政策提供条件。
- 此次股权转让不仅为了贯彻国务院国资委关于“国企改革”双百行动和上海市黄浦区区委区政府关于国有控股企业改革要求，更是推动“老凤祥有限”股权多元化和混合所有制改革，从而提升上市公司老凤祥股份有限公司的市场化、现代化经营水平。
- 混改后续有望进一步增加战略投资者持股的流动性，使得公司更加便捷的引入战略投资者，借助其资本运作经验及其资源优势，推动公司长远发展，助力老凤祥向“四新”方向转型，携手开拓海内外市场，加速实现老凤祥成为全球著名品牌和国际一流企业的进程。

#### 四、业务亮点——展店和品类升级并举

珠宝业务作为上市公司核心业务(收入贡献近8成)，在过去5年内一直保持稳定增长。老凤祥有限集科工贸于一体、产供销于一身，拥有从源头采购到生产销售的全产业链能力。

- **生产模式以自营加工为主，委外加工为辅。**公司的珠宝首饰业务的原料采购符合行业一般情况，黄金及铂金全部通过公司在上金所的会员资格集中采购；钻石全部通过公司在上钻所的会员资格集中采购；其他玉石、珠宝及翡翠等原材料则通过和公司建立了长期合作关系的供应商采购。
- **销售模式分为批发和零售两种，批发收入占比9成左右。**老凤祥每年在春节(Q1)、

五一（Q2）、十一（Q3）、元旦（Q4）前夕各举办1次订货会，其他时间可持续补单，其中春节前夕的订货会规模最大，符合中国人过年买金银首饰的消费习惯。黄金、珀金类商品的原料采购地集中，因此成本较透明，老凤祥以批发价销售给加盟商，在金价上涨阶段，前期原料准备充足使得公司毛利率会呈现上升趋势。；珠宝玉石类商品按零售指导价的3.5折出货给加盟商，由加盟商自行决定终端折扣，由于玉石市场价格体系浮动较大，该部分终端定价较灵活。

图表 25: 老凤祥黄金类商品业务模式



资料来源: Wind, 第一黄金网, 国盛证券研究所

图表 26: 老凤祥珠宝玉石类商品业务模式

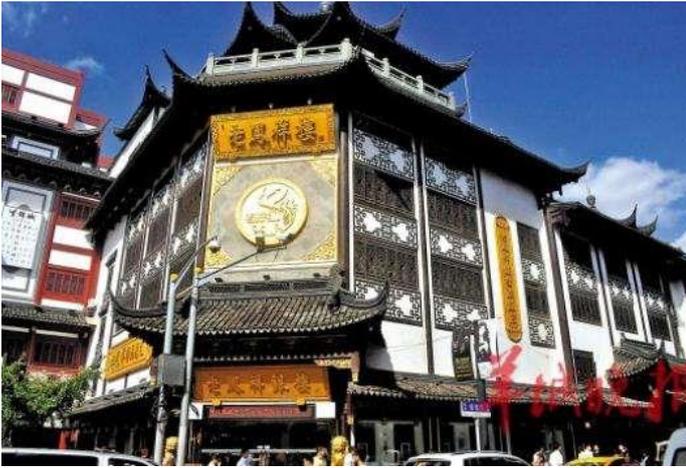


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 渠道布局广阔，进入拓张阶段

公司的销售渠道以加盟为主，自营为辅，并且近年拓展了部分香港+海外楼。截止 2019 年 H1，老凤祥银楼网点总数达到 3589 家，比 2018 年底净增 68 家。其中：1) 大陆地区，老凤祥自营银楼和自营专柜 160 家、老凤祥银楼连锁专卖店 1647 家、老凤祥经销网点达到 1763 家，海外地区老凤祥银楼 19 家。

图表 27: 上海老凤祥银楼



资料来源: 羊城晚报, 国盛证券研究所

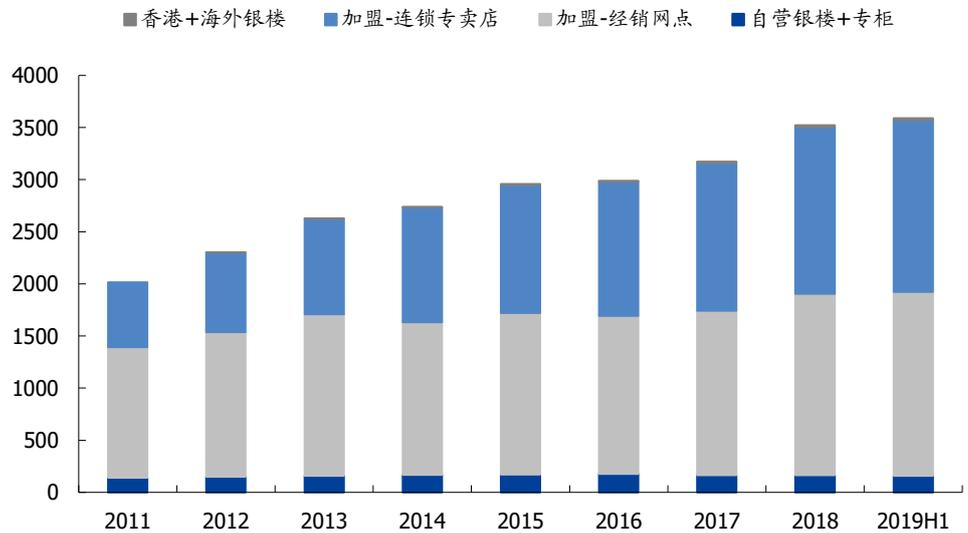
图表 28: 老凤祥海外网点(澳大利亚)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

加盟渠道为主的销售模式下, 公司能够借助区域经销商/代理的力量, 顺利扩张网点, 提升市场占有率。近 5 年来, 公司加盟/经销网点数量上每年均有相对稳定增量, 2018 年公司明显加快网点拓张, 相较 2017 年有明显的增长。公司在渠道扩张的战略上, 利用经销加快布局在三、四线城市, 能够更好的获取三四线城市消费者珠宝消费升级的红利。作为老牌黄金珠宝品牌, 高影响力能够帮助老凤祥急获取消费者青睐。

图表 29: 老凤祥网点数量 (个)



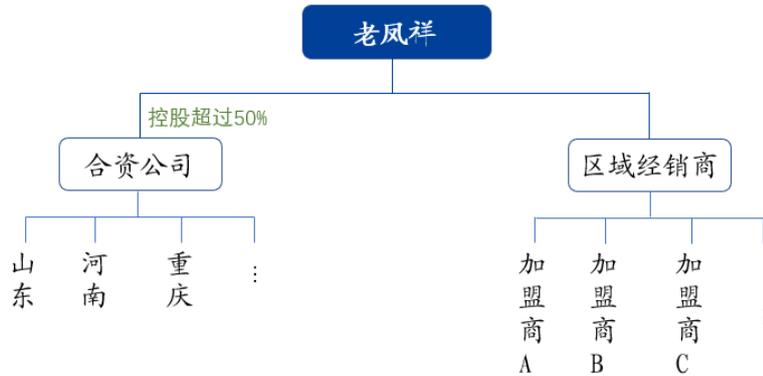
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

对于加盟网点的管理, 公司采用总经销及下属经销商、专卖店的三级管控的管理模式, 配合合资公司模式, 落实门店管控。

- **区域总经销商模式:** 公司在各个区域设置区域总代, 对区域内加盟门店进行管理, 并且拥有自主开店的权利, 公司利用总代模式实现网点辐射全国的效果。
- **合资模式:** 公司在山东、河南等地建立合资公司 (老凤祥控股超过 50%), 在合资

公司下可以在区域内自主开店并进行管理，这种模式下一方面加强对终端销售的管控能力，一方面公司给予一定的资源支持，同时提升经销商积极性。当前山东、河南两地合资公司年销售额均可超过30亿。

图表 30: 老凤祥渠道模式

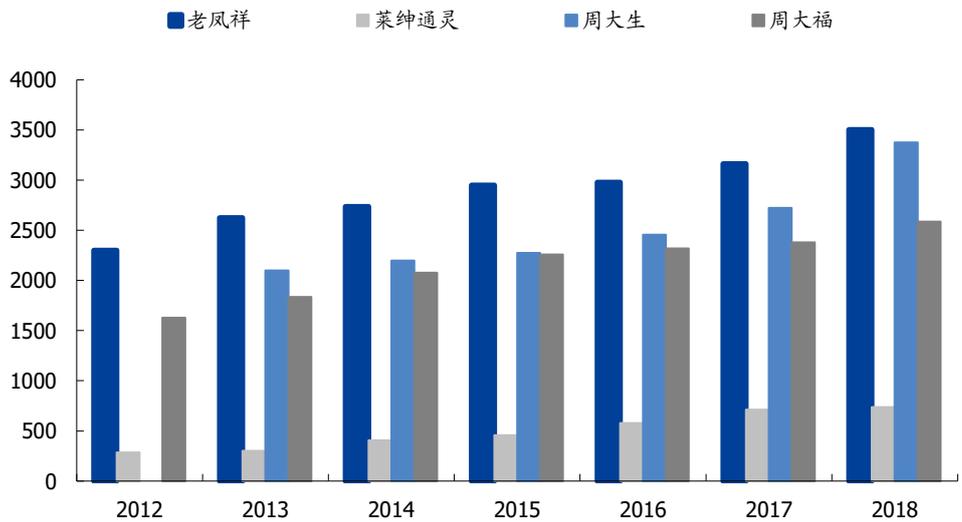


资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

自2018年以来，公司进入渠道快速扩张下沉的阶段。作为头部品牌，公司当前渠道布局在规模和广阔性上相较于同行均具备优势，在黄金饰品消费升级的过程中，三四线城市消费人群对于品牌的认可为公司的渠道扩张奠定了行业基础。

在区域总代+合资公司的管理模式下，公司多年积累了良好的渠道管理经验。同时由于2017年以来黄金饰品销售整体市场回暖，加盟商积极性高，公司能够顺利的进行渠道扩张。我们预计未来2-3年公司每年加盟网点数量能够保持100-200家的速度扩张。

图表 31: 各珠宝品牌渠道数量对比(个)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

品类升级带来毛利率提升

老凤祥作为拥有百年历史的老字号品牌，在产品工艺、质量保证及品类丰富程度上极具优势。

- **传承传统工艺，使金银细工焕发全新活力。**中国古代金银制品的制作技艺博大精深，唐、清时期是金银制作技艺的两个高峰。老凤祥较为完整地汲取了中国传统手工制作技艺的精华。中国工艺美术大师张心一作为“老凤祥金银细工制作技艺”第五代传人，带领沈国兴、朱劲松、吴倍青等弟子，为老凤祥创作传世精品，

图表 32: 老凤祥工艺展示



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

- **重视产品质量，保证产品口碑。**严格按照国家“首饰贵金属纯度的规定及命名方法”（GB11887-2008）的相关规定检测合格，并结合百年金字招牌的高标准、严要求，加强对生产和销售全过程的监控，做到质量精益求精。
- **品类齐全，产品迭代更新快。**当前公司形成了“黄金、铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、珐琅、K金珠宝眼镜、珊瑚、手表、工艺美术旅游纪念品”等较为齐全的产品门类，2018年，老凤祥黄金珠宝首饰新产品更新率保持在27%以上，有效提高了企业在金价波动中的抗风险能力和盈利能力。

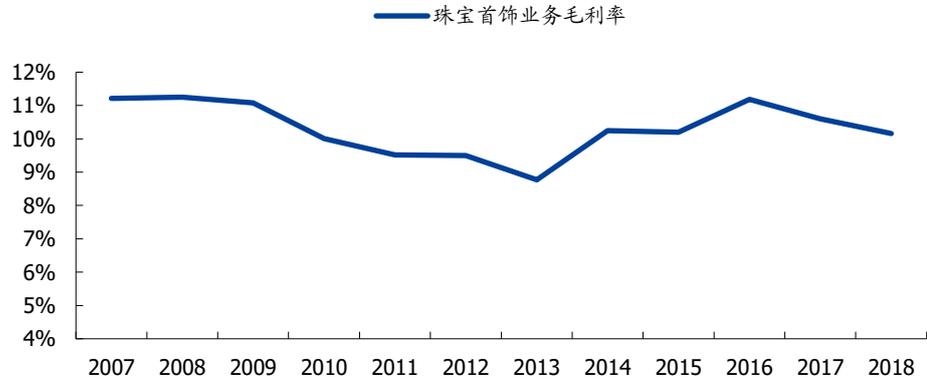
当下公司加强市场调研，准确把握不同层级消费者需求，实现产品全面升级，加快镶嵌等非金属类产品的开发。2017年，公司在前几年东莞素金生产基地成功运作基础上，继续围绕主业扩大新的投资领域，组建老凤祥（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司和上海老凤祥钟表有限公司，以此来扩大产品品类。

**东莞素金生产基地和镶嵌生产基地全力提高自产比例和精品比重（50%-60%）。1）素金生产基地**围绕主题产品、系列产品，针对年轻化、时尚化的产品趋势，研发了5G的手镯、吊坠和项链等产品，这些产品具备足金高成色高保值与K金款式时尚轻奢的优点。提升“古法金”工艺，色泽、光泽、纹理都有了明显改善。**2）镶嵌生产基地**在投入使用后能够年产80至100万件镶嵌首饰，成功引进德国3D首饰打印装备和日本精密铸造机，6000平方米厂房涵盖钻石、彩宝、金镶三大系列产品生产。**3）钟表公司**则开发设计出了足金表、K金表、足银表、精钢表4大系列多款产品，与上百家经销商达成合作。

从过去几年公司珠宝业务的黄金饰品占比来看，黄金类产品占比略有下降，产品品类稳

步丰富化，且新增的精细化产品毛利率水平相对较高，未来随着自产比例的提升我们认为公司珠宝业务毛利率仍然有进一步提升的空间。

图表 33: 老凤祥珠宝业务毛利率变化

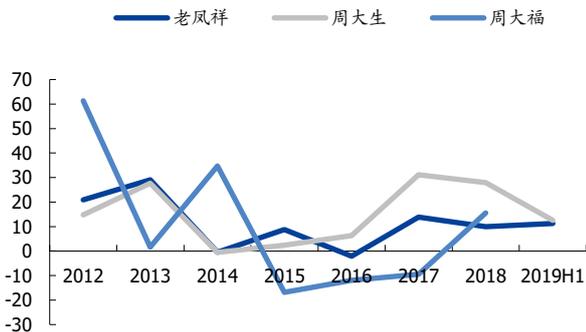


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 财务表现: 稳定增长+高周转打造高 ROE

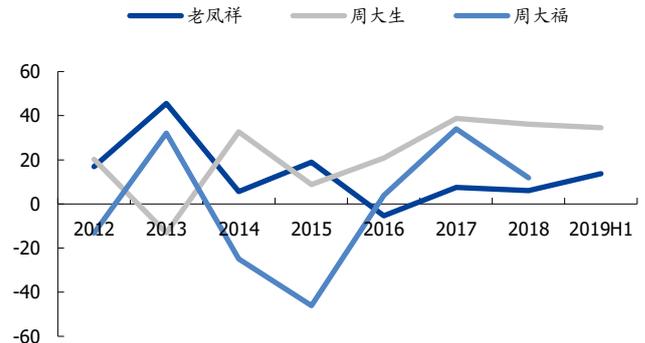
在公司产品品质保证和品类不断丰富升级的情况下，加盟展店顺利，使得公司珠宝业务收入每年保持双位数的增长，而同时铅笔业务和工美业务增长稳定，使得老凤祥整体收入增速波动相较于同业公司较小，业绩也基本和收入同步增长。2008-2018 年公司营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 16.87%/32.92%。

图表 34: 珠宝公司收入增速对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 珠宝公司净利润增速对比 (%)

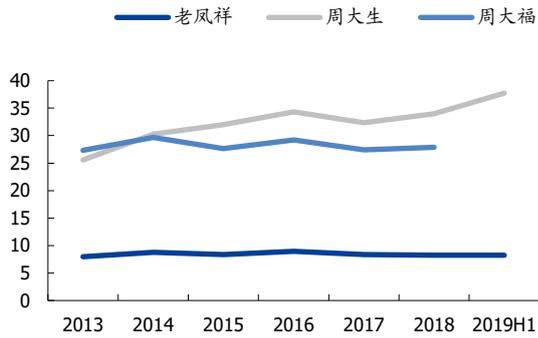


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

老凤祥采用加盟模式为主的销售模式，低毛利率、低费用率，相较于周大生和周大福较低，但是公司近年来毛利率相对稳定，保持在 8% 左右，净利率也维持在 3%-4% 之间。相应的，老凤祥拥有更高的周转速度：1) 一方面，黄金珠宝产品具有保值效果，同时市场原材料价格较为透明，相较于镶嵌类产品需求占比大，周转速度更快；2) 另一方面老

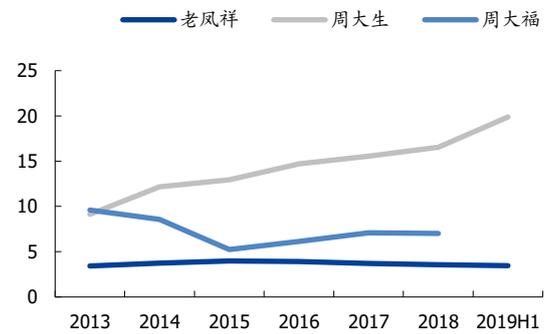
凤祥渠道模式以加盟为主，存货周转速度及应收账款周转速度更快（先款后货模式）。

图表 36: 珠宝公司毛利率对比 (%)



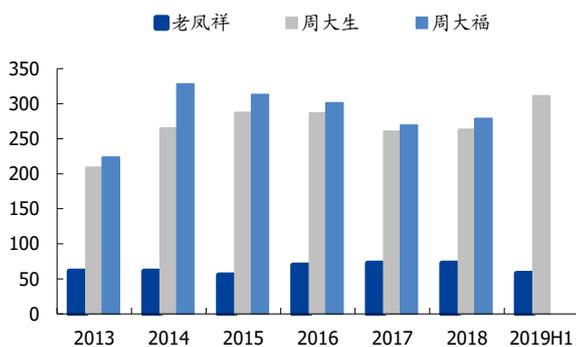
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 珠宝公司净利率对比 (%)



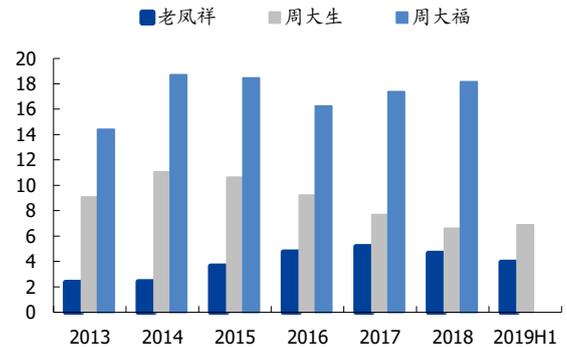
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 存货周转天数对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

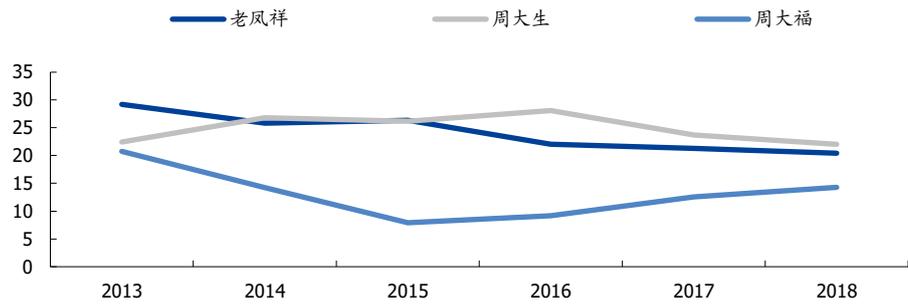
图表 39: 应收账款周转天数对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

受益于公司的高周转模式，老凤祥的 ROE 水平相较同业较高，近年来基本维持在 20% 以上。同类公司中周大生由于其直营比例相对较高，高毛利率/净利率带来相对较高的 ROE 水平。

图表 40: 各公司 ROE 对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 盈利预测

#### 收入端: 延续过去稳定增长态势

**珠宝业务收入:** 我们认为 2018 年以来公司进入渠道扩张的阶段, 我们假设 1) 2019 年公司网点数量每年保持 150 家以上的增长, 预计 2019-2021 年网点数量每年增长 200/150/150 家。2) 单店收入上由于珠宝产品种类的丰富及产品结构的升级, 有望带来公司单店收入每年保持高单位数增长。综上我们预计 2019-2021 年公司珠宝业务收入分别同比增长 16%/15%/14%, 基本延续过去稳定增长的态势。

图表 41: 老凤祥珠宝业务收入拆分预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
珠宝业务收入 (百万元)	29600.31	33803.15	39156.46	45093.15	51564.07
YOY		14.2%	15.8%	15.2%	14.4%
网点总数 (个)	3161	3503	3703	3853	4003
网点变化		342	200	150	150
单个网点报表端收入 (万元/年)	936.42	964.98	1080.77	1188.85	1307.74
YOY		3.0%	12.0%	10.0%	10.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

**其他业务收入:** 老凤祥其他业务收入占比相对较小, 我们假设其他业务增速相对稳定, 加上珠宝业务收入, 我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别同增 15%/14%/13%至 502.1/569.0/643.9 亿元。

图表 42: 老凤祥营业收入拆分预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
珠宝首饰	29600.31	33803.15	39156.46	45093.15	51564.07
		14.2%	15.8%	15.2%	14.4%
黄金交易	5896.75	5749.64	6439.60	6954.76	7511.15
		-2.5%	12.0%	8.0%	8.0%
工艺品销售	210.57	121.45	127.52	133.90	140.59
		-42.3%	5.0%	5.0%	5.0%
商贸	40.90	151.93	153.45	154.98	156.53
		271.5%	1.0%	1.0%	1.0%
笔类收入	360.60	306.61	315.81	325.28	335.04
		-15.0%	3.0%	3.0%	3.0%
化工等收入	31.50	31.91	32.55	33.20	33.86
		1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
其他业务收入 (出售黄金原料)	3669.73	3619.78	3981.76	4300.30	4644.32
		-1.4%	10.0%	8.0%	8.0%
营业总收入	39810.36	43784.47	50207.14	56995.58	64385.57
		10.0%	14.7%	13.5%	13.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

利润端: 未来随着珠宝业务产品升级, 公司毛利率有望逐步提升, 我们预计公司 2019-2021 年毛利率分别为 8.9%/9.1%/9.2%。销售/管理费用率相对平稳。综上所述 2019-2021 年预计公司净利润为 14.2/16.8/19.7 亿元, 同比增长 18%/19%/17%。

### 估值与投资建议

绝对估值: 按照 DCF 估值法, 假设永续增长率为 1%、市场预期收益率为 8%, WACC 为 5.67%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率, 进行敏感性分析, 得出估值区间 58.68-77.90 元, 对应 2020 年 PE 为 18-24 倍。

图表 43: 绝对估值敏感性分析

永续增长率 g WACC	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%
4.70%	101.78	103.84	106.21	108.95	112.15	115.92	120.39	125.75	132.27
5.18%	90.28	91.88	93.73	95.85	98.31	101.17	104.55	108.55	113.35
5.69%	80.20	81.46	82.89	84.54	86.44	88.64	91.20	94.22	97.80
6.26%	71.33	72.32	73.45	74.73	76.20	77.90	79.86	82.15	84.84
6.89%	63.51	64.29	65.17	66.17	<b>67.32</b>	68.63	70.14	71.89	73.93
7.58%	56.58	57.20	57.89	58.68	59.57	60.59	61.75	63.10	64.66
8.33%	50.44	50.92	51.47	52.09	52.78	53.58	54.48	55.52	56.71
9.17%	44.98	45.36	45.79	46.27	46.82	47.44	48.14	48.94	49.86
10.08%	40.11	40.41	40.75	41.13	41.56	42.04	42.58	43.21	43.91

资料来源: 国盛证券研究所测算

**相对估值:** 老凤祥可比公司估值对应 20 年 PE 为 14 倍, 老凤祥作为珠宝行业龙头公司, 多年来业绩增长稳定性强, 我们认为可以给与一定估值溢价。

图表 44: 可比公司估值表

	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
周大生	148.52	8.06	10.12	12.16	14.23	18	15	12	10
周大福	691.00	41.25	45.47	51.13	59.47	15	14	12	10
莱绅通灵	36.09	2.10	1.88	1.92	2.13	17	19	19	17
平均						17	16	14	13

资料来源: wind 一致预期, 国盛证券研究所

**投资建议:** 公司作为珠宝饰品龙头, 在黄金饰品消费属性逐渐增强的过程中, 老凤祥产品升级与渠道展店并行, 业务增长稳定。公司混改后股权结构清晰, 有望的释放公司制度活力。我们预计公司 2019-2021 年预计公司净利润为 14.2/16.8/19.7 亿元, 同比增长 18%/19%/17%., 对应 2019/2020 年 PE19/16 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

**金价波动带来的影响。** 公司珠宝首饰业务产品主要原材料为黄金, 黄金价格波动会直接影响公司产品的成本及销售价格进而对公司业绩产生影响。

**汇率波动带来的影响。** 当前公司部分门店开在海外地区, 因此汇率波动会对公司部分业务收入带来影响。

**终端销售放缓, 门店拓展不及预期。** 珠宝首饰作为可选消费品受到经济影响, 经济下行时终端销售放缓, 门店拓展缓慢, 会对公司收入带来负面影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com