

老凤祥 (600612.SH)
上半年业绩增长良好，三年行动计划稳步推进

2023年08月28日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
黄泽鹏（分析师）
骆峥（联系人）

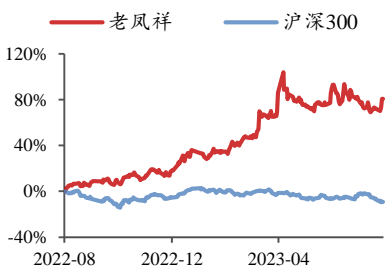
huangzepeng@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040015

日期	2023/8/25
当前股价(元)	63.94
一年最高最低(元)	74.57/36.06
总市值(亿元)	334.48
流通市值(亿元)	202.76
总股本(亿股)	5.23
流通股本(亿股)	3.17
近3个月换手率(%)	33.77

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《一季度经营业绩超预期，黄金珠宝龙头品牌提速起航——公司信息更新报告》-2023.4.28

《2022年经营业绩表现稳健，渠道端逆势扩张——公司信息更新报告》-2023.3.5

《三季度经营业绩稳健增长，彰显龙头品牌强劲韧性——公司信息更新报告》-2022.10.28

● 公司2023年上半年营收同比+19.6%、归母净利润同比+43.0%

公司发布半年报：2023H1实现营收403.44亿元(+19.6%)、归母净利润12.73亿元(+43.0%)；2023Q2实现营收157.85亿元(+3.2%)，归母净利润5.57亿元(+15.1%)。我们认为，公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革，《三年行动计划》有望推动成长提速。我们维持先前盈利预测不变，预计公司2023-2025年归母净利润为22.01/25.78/29.80亿元，对应EPS为4.21/4.93/5.70元，当前股价对应PE为15.2/13.0/11.2倍，维持“买入”评级。

● 上半年盈利能力提升明显，中国第一铅笔有限公司贡献可观利润

由于公司商业模式特征，2022Q2经营业绩相对稳定，2023Q2不存在明显低基数效应，营收增速相较于2023Q1有所放缓。按合同产生的收入口径，分业务看，2023H1公司珠宝首饰/黄金交易/笔类业务分别实现收入356.04/43.51/0.98亿元，分别同比+21.8%/+2.2%/+85.2%。主要二级子公司中，2023H1上海老凤祥/中国第一铅笔有限公司分别实现利润总额21.0/3.0亿元，分别同比+32.1%/+3419.8%。盈利能力方面，2023H1公司综合毛利率为8.46%(+0.77pct)，提升明显或因为报告期内黄金价格持续上涨，带来黄金原材料库存增值和销售毛利率增厚；期间费用方面，销售/管理/财务费用率分别为1.40%/0.61%/0.23%，同比分别+0.11pct/+0.01pct/-0.13pct，整体基本稳定。

● 制定公司高质量发展三年行动计划，对市场巩固拓展等做出具体部署

(1) **渠道**：2023H1公司净增营销网点22家，报告期末总数达5631家，按三年行动计划要求，公司落实总经销责任，激发总经销管理市场、拓展市场的积极性。

(2) **产品**：公司不断挖掘品牌内涵，丰富产品体系，于上海“五五购物节”期间举办了“凤祥喜事”主题产品首发和老凤祥175周年大师献礼作品全国发售。

(3) **双百行动**：公司持续落实职业经理人制度，同时推进工美板块下属企业的自然人股东股权转让工作及工商变更工作，为企业新一轮发展打下坚实基础。

● 风险提示：疫情反复、市场竞争加剧、改革效果不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	58,691	63,010	73,644	83,817	94,970
YOY(%)	13.5	7.4	16.9	13.8	13.3
归母净利润(百万元)	1,876	1,700	2,201	2,578	2,980
YOY(%)	18.3	-9.4	29.5	17.1	15.6
毛利率(%)	7.8	7.6	7.9	7.9	8.0
净利率(%)	4.2	3.6	4.0	4.1	4.2
ROE(%)	22.5	18.9	20.7	20.4	19.8
EPS(摊薄/元)	3.59	3.25	4.21	4.93	5.70
P/E(倍)	17.8	19.7	15.2	13.0	11.2
P/B(倍)	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21011	24747	25803	31499	33041
现金	7046	5577	6518	7419	8406
应收票据及应收账款	177	812	344	972	519
其他应收款	24	30	33	38	42
预付账款	39	42	52	55	67
存货	12549	16799	17369	21528	22520
其他流动资产	1176	1487	1487	1487	1487
非流动资产	1264	1258	1132	1086	1052
长期投资	0	0	-120	-180	-225
固定资产	343	334	377	405	430
无形资产	58	56	44	31	17
其他非流动资产	863	867	831	830	831
资产总计	22275	26005	26935	32585	34094
流动负债	10102	13463	12272	15232	13547
短期借款	7714	6893	6955	9608	7873
应付票据及应付账款	524	815	744	1031	979
其他流动负债	1863	5755	4573	4593	4695
非流动负债	1315	560	511	488	457
长期借款	900	200	151	128	97
其他非流动负债	415	360	360	360	360
负债合计	11416	14023	12783	15720	14005
少数股东权益	1668	1853	2587	3446	4440
股本	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	8195	9137	10830	12815	15101
归属母公司股东权益	9191	10128	11566	13418	15649
负债和股东权益	22275	26005	26935	32585	34094

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1990	964	3219	-778	3761
净利润	2447	2268	2935	3437	3974
折旧摊销	67	75	76	50	60
财务费用	267	204	184	168	190
投资损失	-14	66	120	60	45
营运资金变动	-663	-2027	-97	-4492	-508
其他经营现金流	-114	378	0	0	0
投资活动现金流	17	-53	-71	-64	-72
资本支出	55	75	71	64	72
长期投资	-72	12	120	60	45
其他投资现金流	143	10	-120	-60	-45
筹资活动现金流	-560	-2359	-2269	-911	-967
短期借款	1464	-821	62	2653	-1735
长期借款	0	-700	-49	-23	-31
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	-2024	-838	-2281	-3542	799
现金净增加额	1448	-1469	879	-1753	2722

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	58691	63010	73644	83817	94970
营业成本	54130	58233	67797	77180	87401
营业税金及附加	232	216	291	331	376
营业费用	797	829	957	1048	1140
管理费用	402	402	442	503	570
研发费用	31	31	39	44	50
财务费用	267	204	184	168	190
资产减值损失	-4	-3	0	0	0
其他收益	104	127	100	100	100
公允价值变动收益	-18	-103	0	0	0
投资净收益	14	-66	-120	-60	-45
资产处置收益	304	-1	0	0	0
营业利润	3232	3017	3904	4573	5289
营业外收入	12	13	12	12	12
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	3242	3028	3914	4583	5298
所得税	794	760	978	1146	1325
净利润	2447	2268	2935	3437	3974
少数股东损益	571	568	734	859	993
归属母公司净利润	1876	1700	2201	2578	2980
EBITDA	3625	3366	4430	5127	5851
EPS(元)	3.59	3.25	4.21	4.93	5.70

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.5	7.4	16.9	13.8	13.3
营业利润(%)	15.6	-6.7	29.4	17.1	15.7
归属于母公司净利润(%)	18.3	-9.4	29.5	17.1	15.6
获利能力					
毛利率(%)	7.8	7.6	7.9	7.9	8.0
净利率(%)	4.2	3.6	4.0	4.1	4.2
ROE(%)	22.5	18.9	20.7	20.4	19.8
ROIC(%)	24.8	19.6	27.4	24.5	28.8
偿债能力					
资产负债率(%)	51.3	53.9	47.5	48.2	41.1
净负债比率(%)	20.1	23.9	4.7	14.2	-1.8
流动比率	2.1	1.8	2.1	2.1	2.4
速动比率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.6	2.8	2.8	2.8
应收账款周转率	358.5	203.4	203.4	203.4	203.4
应付账款周转率	107.8	87.0	87.0	87.0	87.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.59	3.25	4.21	4.93	5.70
每股经营现金流(最新摊薄)	3.80	1.84	6.15	-1.49	7.19
每股净资产(最新摊薄)	17.57	19.36	22.11	25.65	29.92
估值比率					
P/E	17.8	19.7	15.2	13.0	11.2
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	10.2	11.3	8.2	7.6	6.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn