开源证券

轻工制造/家用轻工

老凤祥（600612.SH）

2022 年 04 月 29 日

整体经营增长稳健，深筑品牌壁垒、渠道持续扩张

——公司信息更新报告

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

骆峥（联系人）
luozheng@kysec.cn
证书编号：S0790122040015

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/28
当前股价(元)	37.46
一年最高最低(元)	60.51/37.25
总市值(亿元)	195.96
流通市值(亿元)	118.79
总股本(亿股)	5.23
流通股本(亿股)	3.17
近 3 个月换手率(%)	28.36

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-三季度收入增速有所回落，多元发力巩固品牌优势》-2021.10.29

《公司信息更新报告-受益黄金珠宝消费回暖，中报营收、业绩稳健增长》-2021.8.28

● 公司 2021 年年报稳步增长，2022Q1 受疫情影响增速放缓

公司发布 2021 年报及 2022 年一季报：2021 年实现营收 586.91 亿元（+13.5%）、归母净利润 18.76 亿元（+18.3%）；2022Q1 营收 184.42 亿元（+7.2%），归母净利润 4.07 亿元（-37.3%），扣非归母净利润 4.66 亿元（+7.5%）。我们认为，黄金珠宝行业龙头集中度提升趋势明显，老凤祥品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，有望稳定增长。考虑华东疫情影响，我们下调公司 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 18.76（-1.70）/21.18（-2.27）/23.88 亿元，对应 EPS 为 3.59（-0.32）/4.05（-0.43）/4.57 元，当前股价对应 PE 为 10.4/9.3/8.2 倍，估值合理，维持“买入”评级。

● 多措并举开拓市场，珠宝首饰主业带动增长，费用控制良好

2021 年公司珠宝首饰业务实现营收 468.6 亿元，同比增长 23.1%，亮眼增长主要得益于公司营销网络布局持续拓展。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 7.8%（-0.4pct），销售/管理/财务费用率分别为 1.4%/0.7%/0.5%，同比分别+0pct/-0.1pct/-0.1pct，费用控制良好。2022 年一季度，受华东、华南等地疫情影响，公司营收增速有所放缓，2022Q1 综合毛利率为 7.9%（+0.2pct），销售/管理/财务费用率分别为 1.5%/0.6%/0.5%，盈利能力基本保持稳定。

● 多渠道、多元化扩张发展，铆定“十四五”全方位激发内生动力

老凤祥作为我国珠宝首饰“百年金字招牌”，在知名度、美誉度、忠诚度等多方面行业领先。渠道方面，截至 2021 年末公司门店总数达到 4945 家（包括自营 186 家、连锁加盟 4759 家），全年净增 495 家，2022 年计划新开店 300 家以上；在海南自由贸易港设立公司，整合资源助力境内外业务打通；线上方面积极推进网络直播、会员商城等新销售方式。品牌方面，签约艺人陈数展示品牌新形象，品牌影响力持续提升。“十四五”期间，公司将继续深化“双百行动”改革，聚焦品牌、人才、技术和规模优势，内外功兼修推进核心竞争力提升。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	51,722	58,691	64,355	71,281	79,090
YOY(%)	4.2	13.5	9.7	10.8	11.0
归母净利润(百万元)	1,586	1,876	1,876	2,118	2,388
YOY(%)	12.6	18.3	0.0	12.9	12.8
毛利率(%)	8.2	7.8	7.8	7.8	7.8
净利率(%)	3.1	3.2	2.9	3.0	3.0
ROE(%)	22.0	22.5	18.3	17.6	16.9
EPS(摊薄/元)	3.03	3.59	3.59	4.05	4.57
P/E(倍)	12.4	10.4	10.4	9.3	8.2
P/B(倍)	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18752	21011	29063	31715	35430
现金	5605	7046	13380	14820	16443
应收票据及应收账款	150	177	182	216	225
其他应收款	25	24	30	29	36
预付账款	56	39	65	50	78
存货	11882	12549	14231	15424	17471
其他流动资产	1033	1176	1176	1176	1176
非流动资产	812	1264	1251	1261	1266
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	359	343	360	380	398
无形资产	89	58	46	33	18
其他非流动资产	363	863	845	848	850
资产总计	19563	22275	30314	32976	36696
流动负债	9170	10102	15902	16399	17551
短期借款	6251	7714	13523	14181	14918
应付票据及应付账款	480	524	577	642	710
其他流动负债	2439	1863	1801	1575	1923
非流动负债	979	1315	1117	950	773
长期借款	900	900	703	535	358
其他非流动负债	79	415	415	415	415
负债合计	10149	11416	17019	17349	18324
少数股东权益	1450	1668	2228	2861	3574
股本	523	523	523	523	523
资本公积	467	467	467	467	467
留存收益	6973	8195	9829	11776	14076
归属母公司股东权益	7965	9191	11068	12767	14798
负债和股东权益	19563	22275	30314	32976	36696

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51722	58691	64355	71281	79090
营业成本	47489	54130	59333	65704	72884
营业税金及附加	142	232	254	282	313
营业费用	688	797	875	948	1028
管理费用	427	402	405	413	427
研发费用	20	31	34	37	42
财务费用	289	267	322	356	395
资产减值损失	-5	-4	0	0	0
其他收益	163	104	111	120	128
公允价值变动收益	-52	-18	0	0	0
投资净收益	24	14	0	0	0
资产处置收益	5	304	0	0	0
营业利润	2797	3232	3242	3660	4129
营业外收入	13	12	12	12	12
营业外支出	16	3	5	5	5
利润总额	2794	3242	3249	3667	4136
所得税	722	794	812	917	1034
净利润	2072	2447	2437	2751	3102
少数股东损益	486	571	561	633	713
归母净利润	1586	1876	1876	2118	2388
EBITDA	3133	3625	3682	4151	4614
EPS(元)	3.03	3.59	3.59	4.05	4.57

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	4.2	13.5	9.7	10.8	11.0
营业利润(%)	13.6	15.6	0.3	12.9	12.8
归属于母公司净利润(%)	12.6	18.3	0.0	12.9	12.8
获利能力					
毛利率(%)	8.2	7.8	7.8	7.8	7.8
净利率(%)	3.1	3.2	2.9	3.0	3.0
ROE(%)	22.0	22.5	18.3	17.6	16.9
ROIC(%)	14.1	14.3	10.5	11.0	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	51.3	56.1	52.6	49.9
净负债比率(%)	27.3	23.4	10.7	3.0	-3.2
流动比率	2.0	2.1	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.8	2.4	2.3	2.3
应收账款周转率	198.2	358.5	358.5	358.5	358.5
应付账款周转率	94.7	107.8	107.8	107.8	107.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.03	3.59	3.59	4.05	4.57
每股经营现金流(最新摊薄)	4.49	3.80	2.86	3.40	3.58
每股净资产(最新摊薄)	15.23	17.57	21.16	24.41	28.29
估值比率					
P/E	12.4	10.4	10.4	9.3	8.2
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.4	6.5	6.2	5.4	4.8

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2348	1990	1495	1777	1871
净利润	2072	2447	2437	2751	3102
折旧摊销	68	67	69	47	50
财务费用	289	267	322	356	395
投资损失	-24	-14	0	0	0
营运资金变动	-74	-663	-1333	-1376	-1677
其他经营现金流	15	-114	0	0	0
投资活动现金流	133	17	-56	-56	-55
资本支出	37	55	56	56	55
长期投资	-99	-72	0	0	0
其他投资现金流	71	0	0	-0	-0
筹资活动现金流	-1207	-560	-914	-939	-929
短期借款	-805	1464	0	0	0
长期借款	-147	0	-197	-167	-177
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-44	0	0	0	0
其他筹资现金流	-212	-2024	-717	-772	-751
现金净增加额	1284	1448	525	782	887

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于机密材料，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16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