

公司研究

业绩低于预期，公司步入快速拓店期

——老凤祥（600612.SH）2021 年年报及 2022 年一季报点评

要点

2021 年归母净利润同比增长 18.30%，1Q2022 归母净利润同比减少 37.30%

4月28日，公司公布2021年年报及2022年一季报：2021年实现营业收入586.91亿元，同比增长13.47%，实现归母净利润18.76亿元，折合成全面摊薄EPS为3.59元，同比增长18.30%，实现扣非归母净利润15.89亿元，同比增长5.01%。

1Q2022实现营业收入184.42亿元，同比增长7.23%，实现归母净利润4.07亿元，折合成全面摊薄EPS为0.78元，同比减少37.30%，实现扣非归母净利润4.66亿元，同比增长7.47%。公司1Q2022非经常性亏损达5949万元（其中包含9801万黄金租赁亏损），而1Q2021公司非经常性收益为2.15亿元（其中包含非流动资产处置收益2.92亿元）。

公司 2021 年综合毛利率下降 0.41 个百分点，期间费用率下降 0.20 个百分点

2021年公司综合毛利率为7.77%，同比下降0.41个百分点。1Q2022公司综合毛利率为7.87%，同比上升0.23个百分点。

2021年公司期间费用率为2.55%，同比下降0.20个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为1.36%/0.68%/0.45%/0.05%，同比分别变化+0.03/-0.14/-0.11/+0.01个百分点。1Q2022公司期间费用率为2.62%，同比下降0.16个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为1.50%/0.61%/0.47%/0.03%，同比分别变化-0.10/-0.04/-0.02/-0.001个百分点。

进入快速拓店期，持续推出新品提高产品力

截至2021年末，老凤祥共计拥有门店4945家（含海外银楼16家），2021年净增495家。其中自营银楼、网点为186家（国内自营网点数为171家，净增9家；海外自营网点数为16家，减少3家）；连锁加盟店4759家，净增489家。在产品研发方面，2021年公司陆续推出了“凤祥禧事2”婚庆系列足金套件，“凤之系列”珠宝首饰等新品，2021年公司产品更新率为26%。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司2021年业绩符合预期，但公司2022年一季度业绩低于预期，主要是由于受到2022年3月疫情的冲击以及非经常性亏损的影响。鉴于公司产品较为依赖线下渠道且疫情恢复进程尚未明朗，我们下调对公司2022/2023年EPS的预测13%/14%至3.65/4.21元，新增对公司2024年EPS的预测4.74元。公司进入快速拓店期，产品矩阵不断完善，维持“买入”评级。

风险提示：金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51,722	58,691	60,124	69,380	77,968
营业收入增长率	4.22%	13.47%	2.44%	15.40%	12.38%
净利润（百万元）	1,586	1,876	1,908	2,205	2,482
净利润增长率	12.64%	18.30%	1.66%	15.59%	12.57%
EPS（元）	3.03	3.59	3.65	4.21	4.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.91%	20.41%	18.45%	18.72%	18.52%
P/E	12	10	10	9	8
P/B	2.5	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-28

买入（维持）

当前价：37.46元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

021-52523799
tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.23
总市值(亿元):	195.96
一年最低/最高(元):	37.25/58.93
近3月换手率:	17.38%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.40	-3.66	-12.12
绝对	-12.88	-17.74	-33.80

资料来源：Wind

相关研报

业绩超预期，2021年门店净增495家——老凤祥（600612.SH）2021年业绩快报点评（2022-03-02）

业绩略低于预期，产业链自动化程度进一步提升——老凤祥（600612.SH）2021年三季报点评（2021-10-30）

业绩符合预期，纵深推进新一轮“双百行动”——老凤祥（600612.SH）2021年半年报点评（2021-08-28）

表 1: 2021 年公司主营业务分行业情况

分行业	营业收入(元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)
笔类	259,772,755.65	38.37	6.81	增加 5.71 个百分点
物业管理	2,639,294.82	100	22.87	不变
化工原料	18,584,888.80	10.88	4.72	减少 8.94 个百分点
珠宝首饰	46,859,670,414.98	9.02	23.06	减少 1.12 个百分点
黄金交易	11,208,150,712.90	0.73	-13.88	减少 0.53 个百分点
工艺品销售	91,918,922.39	21.77	9.51	增加 2.04 个百分点
拍卖佣金	5,095,755.20	100	-23.75	不变
商贸	73,777,677.40	2.23	-45.86	增加 0.51 个百分点

资料来源: 公司公告

表 2: 2021 年公司主营业务不同销售模式情况

销售模式	营业收入(元)	毛利率 (%)	营业收入同比增减 (%)	毛利率同比增减 (pct)
批发	43,292,499,109.32	8.38	20.03	减少 1.03 个百分点
零售	3,937,447,872.50	18.37	67.16	减少 5.82 个百分点
黄金交易	11,208,150,712.90	0.73	-13.88	减少 0.53 个百分点
其他	81,512,727.42	11.51	-43.83	增加 3.81 个百分点

资料来源: 公司公告

表 3: 公司 1Q2022 归母净利润同比减少 37.30%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
4Q2019	24225.83	11.77	0.46	18893.32	45.52	0.36	5332.50
1Q2020	37169.74	-0.56	0.71	38388.20	10.33	0.73	-1218.45
2Q2020	36915.77	1.05	0.71	36306.46	-3.34	0.69	609.31
3Q2020	49172.86	15.26	0.94	48735.96	21.31	0.93	436.89
4Q2020	35343.43	45.89	0.68	27930.84	47.83	0.53	7412.59
1Q2021	64847.11	74.46	1.24	43366.03	12.97	0.83	21481.07
2Q2021	39338.13	6.56	0.75	37965.42	4.57	0.73	1372.71
3Q2021	45631.49	-7.20	0.87	45245.49	-7.16	0.86	386.01
4Q2021	37813.89	6.99	0.72	32364.57	15.87	0.62	5449.32
1Q2022	40657.19	-37.30	0.78	46606.17	7.47	0.89	-5948.98
TTM	163440.71	-12.26	3.12	162181.64	3.74	3.10	1259.06

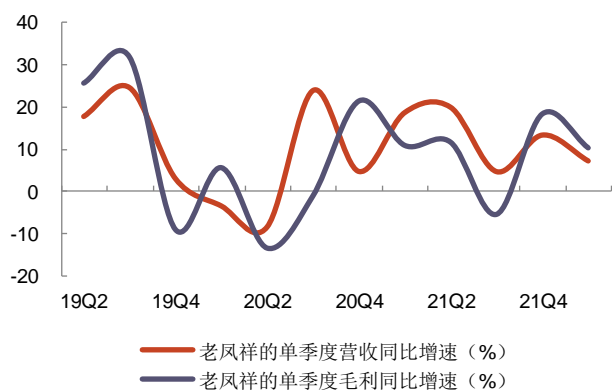
资料来源: wind; 数据已做追溯调整

表 4: 公司 1Q2022 净利率较上年同期下降 1.57 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
4Q2019	749985.50	3.03	8.41	-1.10	3.53	3.23	0.25
1Q2020	1448858.40	-3.44	8.17	0.71	3.13	2.57	0.07
2Q2020	1199843.17	-8.41	8.63	-0.48	2.81	3.08	0.29
3Q2020	1737959.03	23.93	7.18	-1.80	2.02	2.83	-0.21
4Q2020	785489.83	4.73	9.75	1.35	3.61	4.50	1.27
1Q2021	1719794.02	18.70	7.64	-0.53	2.77	3.77	1.21
2Q2021	1439218.59	19.95	8.04	-0.59	2.60	2.73	-0.34
3Q2021	1819629.22	4.70	6.49	-0.68	1.85	2.51	-0.32
4Q2021	890435.52	13.36	10.19	0.44	3.47	4.25	-0.25
1Q2022	1844160.31	7.23	7.87	0.23	2.62	2.20	-1.57
TTM	5993443.63	10.11	7.84	-0.18	2.51	2.73	-0.70

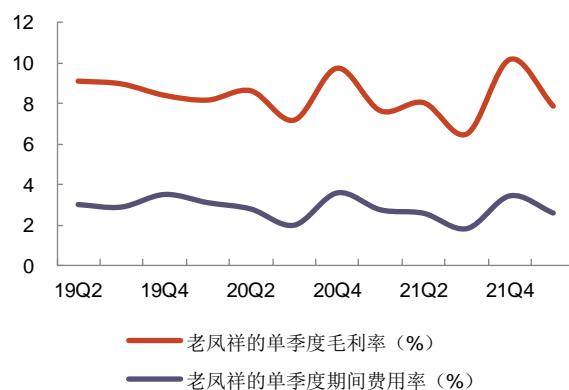
资料来源: wind; 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q2-2022Q1)



资料来源: wind, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q2-2022Q1)



资料来源: wind, 数据已做追溯调整

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	51,722	58,691	60,124	69,380	77,968
营业成本	47,489	54,130	55,239	63,720	71,645
折旧和摊销	45	44	74	76	78
税金及附加	142	232	238	274	308
销售费用	688	797	842	985	1,123
管理费用	427	402	391	451	530
研发费用	20	31	24	28	31
财务费用	289	267	364	352	348
投资收益	24	14	10	10	10
营业利润	2,797	3,232	3,273	3,670	4,050
利润总额	2,794	3,242	3,303	3,700	4,070
所得税	722	794	826	925	1,017
净利润	2,072	2,447	2,478	2,775	3,052
少数股东损益	486	571	570	570	570
归属母公司净利润	1,586	1,876	1,908	2,205	2,482
EPS(元)	3.03	3.59	3.65	4.21	4.74

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,348	1,990	1,996	2,155	2,585
净利润	1,586	1,876	1,908	2,205	2,482
折旧摊销	45	44	74	76	78
净营运资金增加	-4	1,683	1,059	2,149	1,914
其他	721	-1,614	-1,044	-2,275	-1,889
投资活动产生现金流	133	17	-23	-40	-40
净资本支出	225	81	-50	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-92	-64	27	10	10
融资活动现金流	-1,207	-560	-1,804	-1,004	-1,515
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	32	1,056	-682	116	-306
无息负债变化	1,277	212	-6	360	278
净现金流	1,284	1,448	169	1,111	1,031

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	8.2%	7.8%	8.1%	8.2%	8.1%
EBITDA 率	6.2%	5.6%	5.9%	5.9%	5.7%
EBIT 率	6.0%	5.5%	5.7%	5.8%	5.6%
税前净利润率	5.4%	5.5%	5.5%	5.3%	5.2%
归母净利润率	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
ROA	10.6%	11.0%	10.6%	10.8%	10.9%
ROE (摊薄)	19.9%	20.4%	18.4%	18.7%	18.5%
经营性 ROIC	13.1%	12.4%	12.6%	13.3%	13.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	52%	51%	46%	43%	40%
流动比率	2.04	2.08	2.34	2.48	2.71
速动比率	0.75	0.84	0.94	1.00	1.12
归母权益/有息债务	0.98	1.00	1.22	1.37	1.61
有形资产/有息债务	2.38	2.40	2.72	2.97	3.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	19,563	22,275	23,306	25,789	27,953
货币资金	5,605	7,046	7,215	8,326	9,356
交易性金融资产	295	353	350	350	350
应收账款	150	177	379	375	421
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	25	24	30	28	31
存货	11,882	12,549	13,242	14,641	15,747
其他流动资产	738	823	823	823	823
流动资产合计	18,752	21,011	22,078	24,587	26,779
其他权益工具	2	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	359	343	349	350	347
在建工程	18	37	31	27	24
无形资产	89	58	55	52	50
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	812	1,264	1,228	1,202	1,174
总负债	10,149	11,416	10,728	11,204	11,176
短期借款	6,251	7,714	7,032	7,148	6,842
应付账款	480	524	552	637	716
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	5	4	6	7	8
其他流动负债	46	21	35	128	214
流动负债合计	9,170	10,102	9,434	9,909	9,881
长期借款	900	900	900	900	900
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	35	35	35	35
非流动负债合计	979	1,315	1,295	1,295	1,295
股东权益	9,414	10,859	12,578	14,585	16,777
股本	523	523	523	523	523
公积金	803	803	803	803	803
未分配利润	6,637	7,860	9,009	10,446	12,067
归属母公司权益	7,965	9,191	10,340	11,777	13,399
少数股东权益	1,450	1,668	2,238	2,808	3,378

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.33%	1.36%	1.40%	1.42%	1.44%
管理费用率	0.83%	0.68%	0.65%	0.65%	0.68%
财务费用率	0.56%	0.45%	0.61%	0.51%	0.45%
研发费用率	0.04%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%
所得税率	26%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.25	1.45	1.47	1.64	1.81
每股经营现金流	4.49	3.80	3.82	4.12	4.94
每股净资产	15.23	17.57	19.77	22.51	25.61
每股销售收入	98.87	112.19	114.93	132.63	149.04

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	12	10	10	9	8
PB	2.5	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.7	9.7	9.1	8.1	7.6
股息率	3.3%	3.9%	3.9%	4.4%	4.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE