

老凤祥 (600612.SH)

老牌黄金珠宝企业增长稳健，积极推进门店扩张

买入

核心观点

整体收入增长稳健，二季度利润取得 23% 的增长。2022 上半年，公司实现营业收入 337.40 亿元，同比+6.80%，归母净利润 8.90 亿元，同比-14.53%；扣非净利润 8.95 亿元，同比+10.07%。分季度看，公司二季度营收同比+6.29%，增速较一季度放缓 0.94pct，归母净利润同比+23%，增速较 Q1 加速 60.31pct，扣非净利润同比+13.04%，增速较 Q1 加速 5.57pct，在二季度上海疫情反复期间，紧抓全国市场，开拓批发业务，确保了整体销售的平稳。

持续提升珠宝产品工艺设计，积极扩张终端门店。公司上半年金银珠宝首饰业务营收 336.55 亿元，同比+7.08%，工艺品业务收入 13.76 亿元，同比+8.10%，整体表现稳健。门店方面，公司上半年净开 110 家营销网点，期末共计拥有营销网点 5055 家，其中自营银楼、网点 188 家，净增加 2 家，连锁加盟店 4867 家，净增加 108 家，整体上半年开店速度领先行业。产品设计上，公司分别拥有国家级和市级工艺美术大师 8 人、16 人，上半年以普陀山祈福文化旅游市场为切入点，设计开发出贵金属原创系列产品 30 款等。

总体费用率管控良好，现金流状况向好。公司上半年毛利率 7.69%，同比略下降 0.13pct；销售费用率 1.29%，同比-0.18pct，受益下属子公司广告费、工资社保及福利费减少，管理费用率 0.60%，同比-0.14pct，整体费用率管控良好。公司上半年存货周转天数同比下降 6.4 天至 61.57 天，取得经营性现金流净额 63.89 亿元，同比+134.51%，现金流状况向好。

风险提示：疫情反复；门店拓展不及预期；黄金价格大幅波动

投资建议：公司作为黄金珠宝行业老牌龙头企业，疫情下展现了较强经营韧性，二季度利润取得双位数增长，下半年也有望继续受益黄金消费复苏趋势。中长期看，公司渠道端继续推进加盟扩张，进一步扩大市场份额并抢占下沉市场份额；产品端建设投产了老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心，未来也将进一步提升老凤祥黄金珠宝产品自主研发能力，满足终端个性化、多样化的珠宝首饰消费需求。此外，公司积极推进落实“双百行动”改革方案，预计将于下半年完成第三批职业经理人选聘和签约工作，为企业长期核心竞争力提升打下基础。我们新增公司 2022-2024 年归母净利润预测为 19.47 亿元/22.73 亿元/25.40 亿元，对应 PE 分别为 10.0/8.6/7.7x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	51,721.50	58,690.77	65,293.54	74,491.62	81,342.19
(+/-%)	4.22%	13.47%	11.25%	14.09%	9.20%
净利润(百万元)	1,586.02	1,876.31	1,946.60	2,272.80	2,540.37
(+/-%)	12.64%	18.30%	3.75%	16.76%	11.77%
每股收益(元)	3.03	3.59	3.72	4.34	4.86
EBIT Margin	5.75%	5.33%	5.60%	5.64%	5.75%
净资产收益率 (ROE)	19.91%	20.41%	20.24%	22.32%	23.44%
市盈率 (PE)	12.27	10.37	10.00	8.56	7.66
EV/EBITDA	9.80	9.73	8.69	7.85	7.21
市净率 (PB)	2.44	2.12	2.02	1.91	1.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：柳旭

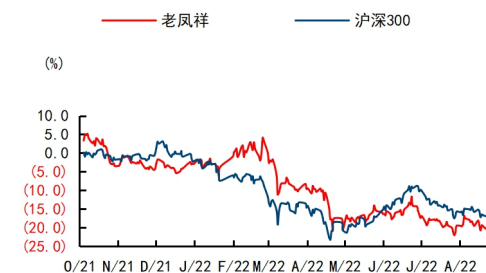
0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.20 元
总市值/流通市值	19456/19456 百万元
52 周最高价/最低价	50.68/35.59 元
近 3 个月日均成交额	40.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《老凤祥-600612-2019 年中报点评：受益金价上行，业绩略超预期》——2019-08-29

《老凤祥-600612-2018 年年报+2019 年一季报点评：经营稳健，期待深度变革》——2019-04-29

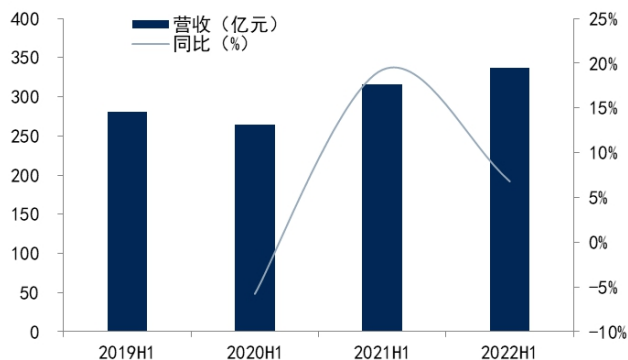
《老凤祥-600612-2018 年业绩快报点评：营收增长稳健，Q4 净利同比下滑》——2019-03-08

《老凤祥-600612-2018 年中报点评：业绩稳健，股改提速》——2018-08-30

《老凤祥-600612-2016 年三季报点评：业绩略增 0.3%符合预期，看好未来三四线布局潜力》——2016-10-27

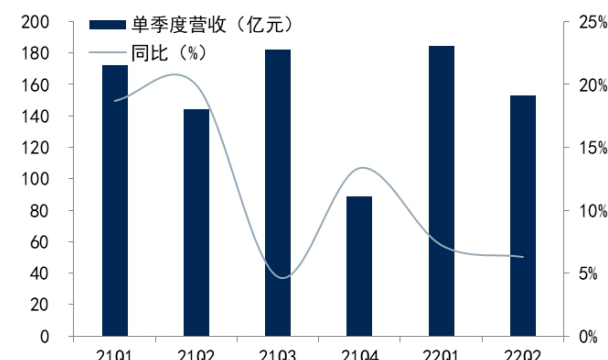
业绩情况：2022 上半年，公司实现营收 337.40 亿元，同比+6.80%，归母净利润 8.90 亿元，同比-14.53%；扣非净利润 8.95 亿元，同比+10.07%。分季度看，公司二季度营收同比+6.29%，增速较一季度放缓 0.94pct，归母净利润同比+23%，增速较 Q1 加速 60.31pct，扣非净利润同比+13.04%，增速较 Q1 加速 5.57pct，在线下客流减少等外部因素影响下仍表现稳健。

图1：老凤祥营业收入及增速（单位：亿元、%）



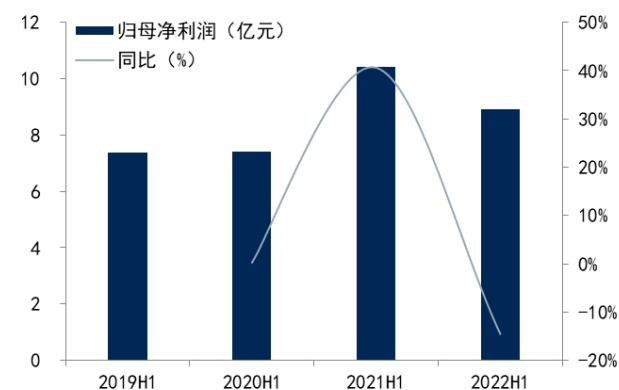
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：老凤祥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



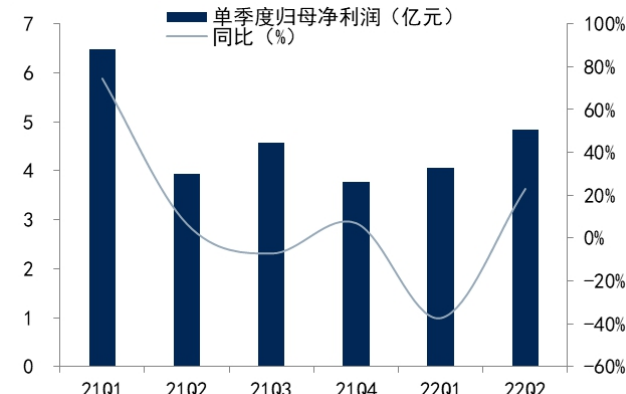
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：老凤祥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：老凤祥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

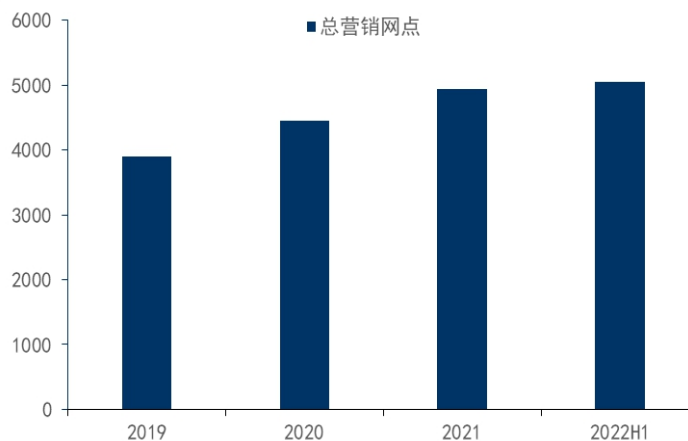


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入分拆及经营情况：公司上半年金银珠宝首饰业务营收 336.55 亿元，同比+7.08%，工艺品业务收入 13.76 亿元，同比+8.10%，整体表现稳健。门店方面，公司上半年净开 110 家营销网点，期末共计拥有营销网点 5055 家，其中自营银楼、网点 188 家，净增加 2 家，连锁加盟店 4867 家，净增加 108 家。公司上半年净开店数领先同行业上市公司。

整体珠宝产品工艺上，公司拥有国家级工艺美术大师 8 人、上海市级工艺美术大师 16 人。上半年，报告期内公司成立了上海中铅新零售科技有限公司，旨在结合中铅丰富品牌故事开发具有品牌文化的 IP 产品，以城市为足迹打造中华全国快闪店，拓展市场。工美自在公司以普陀山祈福文化旅游市场为切入点，设计开发出贵金属原创系列产品 30 款。

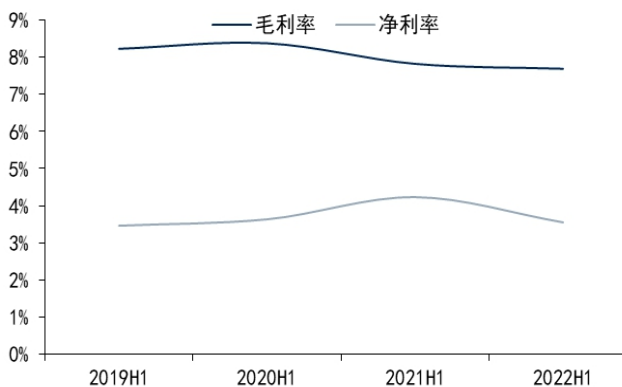
图5: 老凤祥旗下营销网点数量 (家)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

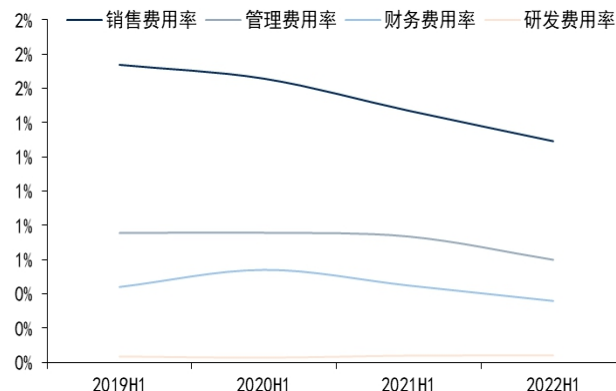
财务分析: 公司上半年毛利率 7.69%，同比略下降 0.13pct；销售费用率 1.29%，同比-0.18pct，受益下属子公司广告费、工资社保及福利费减少，管理费用率 0.60%，同比-0.14pct，整体费用率管控良好。公司上半年存货周转天数同比下降 6.4 天至 61.57 天，取得经营性现金流净额 63.89 亿元，同比+134.51%，现金流状况向好，受益本年销售商品、提供劳务收到的现金比上年同期增加，以及购买商品、接受劳务支付的现金比上年同期减少。

图6: 老凤祥毛利率及净利率 (%)

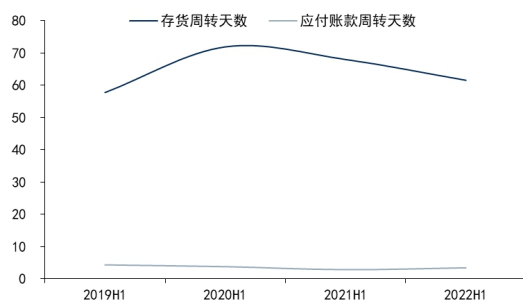


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

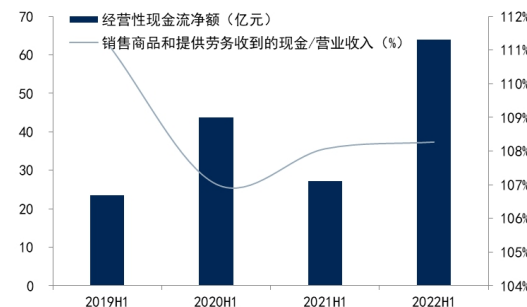
图7: 老凤祥期间费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：老凤祥存货及应付账款周转天数（天）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：老凤祥经营性现金流情况（亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为黄金珠宝行业老牌龙头企业，疫情下展现了较强经营韧性，二季度利润取得双位数增长，下半年也有望继续受益黄金消费复苏趋势。中长期看，公司渠道端继续推进加盟扩张，进一步扩大市场份额并抢占下沉市场份额；产品端建设投产了老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心，未来也将进一步提升老凤祥黄金珠宝产品自主研发能力，满足终端个性化、多样化的珠宝首饰消费需求。此外，公司积极推进落实“双百行动”改革方案，预计将于下半年完成第三批职业经理人选聘和签约工作，为企业长期核心竞争力提升打下基础。我们新增公司 2022-2024 年归母净利润预测为 19.47 亿元/22.73 亿元/25.40 亿元，对应 PE 分别为 10.0/8.6/7.7x，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (22-8-31)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600612	老凤祥	37.20	161.08	3.59	3.72	4.34	4.86	10.37	10.00	8.56	7.66	20.41	2.67	买入
002867	周大生	12.75	139.73	1.12	1.33	1.60	1.90	11.71	9.58	7.97	6.71	21.16	0.53	买入
1929.HK	周大福	15.86	1586.00	0.67	0.80	0.94	1.15	21.24	19.83	16.87	13.80	19.97	1.36	买入
600916	中国黄金	13.60	228.48	0.47	0.57	0.73	0.91	29.04	23.78	18.54	14.98	12.12	1.14	暂无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：中国黄金为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5605	7046	7291	7200	7200	营业收入	51722	58691	65294	74492	81342
应收款项	175	201	326	293	335	营业成本	47489	54130	60312	68735	74908
存货净额	11882	12549	13216	15063	16416	营业税金及附加	142	232	22	28	32
其他流动资产	795	862	1632	1862	2034	销售费用	688	797	861	1016	1158
流动资产合计	18752	21011	22818	24771	26337	管理费用	427	402	444	512	570
固定资产	377	380	373	363	357	财务费用	289	267	224	218	234
无形资产及其他	89	58	56	53	51	投资收益	24	14	0	0	0
投资性房地产	345	826	826	826	826	资产减值及公允价值变动	(47)	(14)	0	0	0
长期股权投资	0	0	2	4	6	其他收入	133	369	0	0	0
资产总计	19563	22275	24075	26018	27577	营业利润	2797	3232	3431	3983	4439
短期借款及交易性金融负债	7234	8289	7526	8086	8216	营业外净收支	(3)	9	0	0	0
应付款项	480	524	628	691	752	利润总额	2794	3242	3431	3983	4439
其他流动负债	1456	1288	3080	3512	3831	所得税费用	722	794	880	1009	1117
流动负债合计	9170	10102	11234	12289	12799	少数股东损益	486	571	604	702	782
长期借款及应付债券	900	900	900	900	900	归属于母公司净利润	1586	1876	1947	2273	2540
其他长期负债	79	415	525	669	866						
长期负债合计	979	1315	1425	1569	1766	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	10149	11416	12659	13858	14565	净利润	1586	1876	1947	2273	2540
少数股东权益	1450	1668	1799	1975	2176	资产减值准备	1	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	7965	9191	9616	10185	10837	折旧摊销	45	44	39	42	44
负债和股东权益总计	19563	22275	24075	26018	27577	公允价值变动损失	47	14	0	0	0
						财务费用	289	267	224	218	234
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	269	(1030)	444	(1404)	(990)
每股收益	3.03	3.59	3.72	4.34	4.86	其它	111	173	132	176	201
每股红利	2.33	2.50	2.91	3.26	3.61	经营活动现金流	2058	1076	2562	1086	1795
每股净资产	15.23	17.57	18.38	19.47	20.72	资本开支	0	(29)	(30)	(30)	(35)
ROIC	13%	13%	14%	16%	16%	其它投资现金流	(63)	(58)	0	0	0
ROE	20%	20%	20%	22%	23%	投资活动现金流	(63)	(87)	(32)	(32)	(37)
毛利率	8%	8%	8%	8%	8%	权益性融资	24	20	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	(147)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(1221)	(1310)	(1521)	(1704)	(1888)
收入增长	4%	13%	11%	14%	9%	其它融资现金流	2001	3053	(763)	560	130
净利润增长率	13%	18%	4%	17%	12%	融资活动现金流	(710)	452	(2285)	(1145)	(1758)
资产负债率	59%	59%	60%	61%	61%	现金净变动	1285	1441	245	(91)	0
息率	6.3%	6.7%	7.8%	8.8%	9.7%	货币资金的期初余额	4320	5605	7046	7291	7200
P/E	12.3	10.4	10.0	8.6	7.7	货币资金的期末余额	5605	7046	7291	7200	7200
P/B	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	2521	1347	3171	1745	2517
EV/EBITDA	9.8	9.7	8.7	7.9	7.2	权益自由现金流	4375	4400	2241	2142	2471

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032