

公司研究

深入实施“十四五”规划，短期疫情冲击不改长期投资逻辑

——老凤祥（600612.SH）2022年三季度报点评

要点

公司 1-3Q2022 营收同比增长 7.54%，归母净利润同比减少 9.49%

10月27日，公司公布2022年三季度报：1-3Q2022实现营业收入535.38亿元，同比增长7.54%，实现归母净利润13.56亿元，折合成全面摊薄EPS为2.59元，同比减少9.49%，实现扣非归母净利润13.75亿元，同比增长8.60%。

单季度拆分来看，3Q2022实现营业收入197.98亿元，同比增长8.80%，实现归母净利润4.66亿元，折合成全面摊薄EPS为0.89元，同比增长2.04%，实现扣非归母净利润4.79亿元，同比增长5.95%。

公司 1-3Q2022 综合毛利率下降 0.03 个百分点，期间费用率下降 0.15 个百分点

1-3Q2022公司综合毛利率为7.31%，同比下降0.03个百分点。单季度拆分来看，3Q2022公司综合毛利率为6.67%，同比上升0.17个百分点。

1-3Q2022公司期间费用率为2.23%，同比下降0.15个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为1.32%/0.58%/0.29%/0.04%，同比分别变化+0.08/-0.12/-0.12/+0.003个百分点。3Q2022公司期间费用率为2.13%，同比上升0.29个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为1.37%/0.54%/0.18%/0.05%，同比分别变化+0.53/-0.08/-0.17/+0.01个百分点。

深入实施“十四五”规划，短期疫情冲击不改长期投资逻辑

1-3Q2022公司归母净利润同比减少9.49%，主要是由于公司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）。2022年是公司深入实施“十四五”规划的关键之年，2022年3月上旬公司启动了第三批8家职业经理人选聘工作。同时，公司将推进上海工美拍卖行、上海老凤祥珐琅艺术品有限公司等企业的股权结构调整及优化，根据市场实际情况和公司发展战略适时推进B股转H股项目。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司业绩略低于预期，主要是由于受到部分地区疫情反复的不利影响，鉴于疫情受控进程尚有一定不确定性，我们略微下调对公司2022/2023/2024年EPS的预测3%/3%/3%至3.52/4.08/4.61元。公司作为黄金产品龙头，受益于黄金产品投资保值需求提升，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	63,179	72,744	81,803
营业收入增长率	4.22%	13.47%	7.65%	15.14%	12.45%
净利润（百万元）	1,586	1,876	1,843	2,133	2,410
净利润增长率	12.64%	18.30%	-1.75%	15.72%	12.96%
EPS（元）	3.03	3.59	3.52	4.08	4.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.91%	20.41%	17.94%	18.29%	18.21%
P/E	13	11	11	10	9
P/B	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27

买入（维持）

当前价：39.80元

作者

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

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

联系人：田然

021-52523799
tianran@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.23
总市值(亿元)	208.20
一年最低/最高(元)	35.20/48.54
近3月换手率	16.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.01	18.44	8.46
绝对	3.30	8.61	-14.07

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，上半年净门店增加110家——老凤祥（600612.SH）2022年半年报点评（2022-08-30）

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（2022-04-29）

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）

表 1: 公司 3Q2022 归母净利润同比增长 2.04%

	归母净利润 (万元)	归母净利润 同比增速 (%)	全面摊薄 EPS (元)	扣非归母净利润 (万元)	扣非归母净利润 同比增速 (%)	全面摊薄扣非 EPS (元)	非经常性损益 (万元)
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
2Q2022	48387.14	23.00	0.92	42915.32	13.04	0.82	5471.82
3Q2022	46561.73	2.04	0.89	47936.26	5.95	0.92	-1374.53
TTM	173419.95	-6.34	3.32	169822.32	9.91	3.25	3597.63

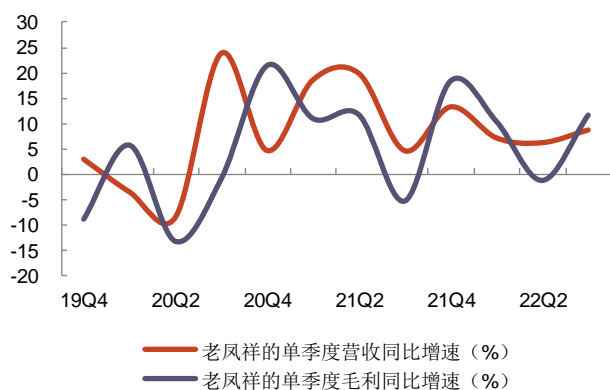
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

表 2: 公司 3Q2022 净利率较上年同期下降 0.16 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入 同比增速 (%)	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)
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
2Q2022	1529793.39	6.29	7.47	-0.57	1.90	3.16	0.43
3Q2022	1979845.74	8.80	6.67	0.17	2.13	2.35	-0.16
TTM	6244234.96	8.33	7.72	0.06	2.41	2.78	-0.44

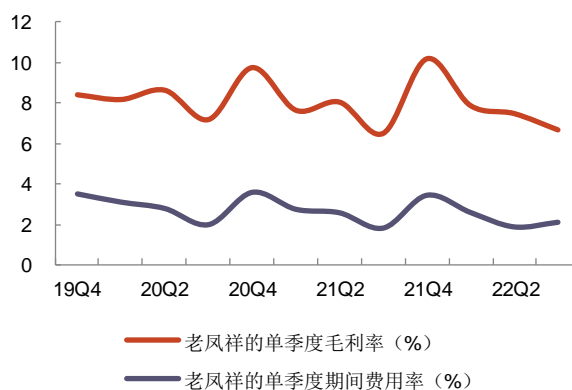
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 1: 公司单季度营收和毛利增速 (2019Q4-2022Q3)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 数据已做追溯调整

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2019Q4-2022Q3)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 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	63,179	72,744	81,803
营业成本	47,489	54,130	58,293	67,013	75,368
折旧和摊销	45	44	74	76	78
税金及附加	142	232	250	288	323
销售费用	688	797	885	1,034	1,194
管理费用	427	402	411	493	564
研发费用	20	31	25	29	41
财务费用	289	267	375	374	372
投资收益	24	14	10	10	10
营业利润	2,797	3,232	3,188	3,574	3,953
利润总额	2,794	3,242	3,218	3,604	3,973
所得税	722	794	804	901	993
净利润	2,072	2,447	2,413	2,703	2,980
少数股东损益	486	571	570	570	570
归属母公司净利润	1,586	1,876	1,843	2,133	2,410
EPS(元)	3.03	3.59	3.52	4.08	4.61

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,348	1,990	1,868	2,182	2,571
净利润	1,586	1,876	1,843	2,133	2,410
折旧摊销	45	44	74	76	78
净营运资金增加	-4	1,683	1,500	2,109	1,936
其他	721	-1,614	-1,549	-2,137	-1,853
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	-1,310	-994	-1,444
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	32	1,056	-177	128	-234
无息负债变化	1,277	212	92	372	294
净现金流	1,284	1,448	536	1,148	1,087

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	8.2%	7.8%	7.7%	7.9%	7.9%
EBITDA 率	6.2%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%
EBIT 率	6.0%	5.5%	5.3%	5.4%	5.3%
税前净利润率	5.4%	5.5%	5.1%	5.0%	4.9%
归母净利润率	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%
ROA	10.6%	11.0%	10.1%	10.3%	10.5%
ROE (摊薄)	19.9%	20.4%	17.9%	18.3%	18.2%
经营性 ROIC	13.1%	12.4%	12.1%	12.8%	13.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	52%	51%	48%	45%	42%
流动比率	2.04	2.08	2.25	2.38	2.58
速动比率	0.75	0.84	0.92	0.98	1.09
归母权益/有息债务	0.98	1.00	1.14	1.28	1.49
有形资产/有息债务	2.38	2.40	2.63	2.86	3.18

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	23,846	26,301	28,503
货币资金	5,605	7,046	7,581	8,729	9,816
交易性金融资产	295	353	350	350	350
应收账款	150	177	398	393	442
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	25	24	32	29	33
存货	11,882	12,549	13,392	14,728	15,812
其他流动资产	738	823	823	823	823
流动资产合计	18,752	21,011	22,618	25,099	27,329
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	11,332	11,832	11,893
短期借款	6,251	7,714	7,538	7,666	7,432
应付账款	480	524	583	670	754
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	66	162	252
流动负债合计	9,170	10,102	10,037	10,538	10,598
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	12,514	14,469	16,611
股本	523	523	523	523	523
公积金	803	803	803	803	803
未分配利润	6,637	7,860	8,945	10,330	11,901
归属母公司权益	7,965	9,191	10,276	11,661	13,233
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%	1.46%
管理费用率	0.83%	0.68%	0.65%	0.68%	0.69%
财务费用率	0.56%	0.45%	0.59%	0.51%	0.45%
研发费用率	0.04%	0.05%	0.04%	0.04%	0.05%
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	1.43	1.60	1.77
每股经营现金流	4.49	3.80	3.57	4.17	4.91
每股净资产	15.23	17.57	19.64	22.29	25.30
每股销售收入	98.87	112.19	120.77	139.06	156.38

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	13	11	11	10	9
PB	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.1	10.1	9.8	8.7	8.2
股息率	3.1%	3.6%	3.6%	4.0%	4.4%

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