

老凤祥 (600612.SH)

2022 年 10 月 28 日

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

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

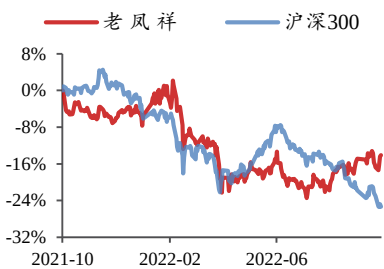
luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040015

日期	2022/10/27
当前股价(元)	39.80
一年最高最低(元)	50.50/35.59
总市值(亿元)	208.20
流通市值(亿元)	126.21
总股本(亿股)	5.23
流通股本(亿股)	3.17
近 3 个月换手率(%)	26.39

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 积极开拓全国批发业务，实现经营业绩双增长——公司信息更新报告》
-2022.8.31

《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》
-2022.4.29

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

● 事件：公司前三季度营收同比+7.5%，归母净利润同比-9.5%

公司发布三季报：2022Q1-Q3 实现营收 535.38 亿元（+7.5%）、归母净利润 13.56 亿元（-9.5%）；单 2022Q3 营收 197.98 亿元（+8.8%）、归母净利润 4.66 亿元（+2.0%）。我们认为，公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，未来有望持续增长。我们维持盈利预测不变，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 18.76/21.18/23.88 亿元，对应 EPS 为 3.59/4.05/4.57 元，当前股价对应 PE 为 11.1/9.8/8.7 倍，维持“买入”评级。

● 三季度营收增速环比提升，毛利率小幅提升，期间费用率基本稳定

三季度国内多地疫情反复背景下，公司单季度营收同比+8.8%，增速环比+2.5pct，展现出较强经营韧性。盈利能力方面，2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 7.3%/6.7%，同比-0.0pct/+0.2pct；2022Q1-Q3/2022Q3 净利率分别为 3.4%/3.1%，同比-0.5pct/-0.2pct，小幅下滑。费用方面，单 2022Q3 公司期间费用率合计为 2.1%，同比+0.3pct，小幅提升；其中销售/管理/财务费用率分别为 1.4%/0.5%/0.2%，同比分别+0.5pct/-0.1pct/-0.2pct，销售费用率有所提升。

● 渠道、产品等多方位发力开拓市场，聚焦“十四五”战略定位打造品牌

老凤祥品牌历史悠久，在业内享有较高的知名度、美誉度、忠诚度。报告期内，公司多方位优化经营，（1）渠道：公司坚持自营银楼、合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”的立体营销模式，渠道规模优势持续巩固；（2）产品：公司推出“青绿国色”等系列藏宝金新品，引领“国潮、国风、国韵”匠心潮流；（3）品牌：报告期内，公司成为国内唯一入选由品牌评估机构 Brand Finance 评选“2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强”榜单的珠宝品牌；（4）双百行动：2022 年公司推进落实“双百企业”方案，预计于下半年完成第三批职业经理人选聘和签约。未来，公司持续聚焦品牌这一核心资产，以深化“双百行动”改革为契机，全方位提升核心竞争力，“十四五”期间有望实现跨越式发展。

● 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(%)	4.0	4.2	3.8	3.9	3.9
ROE(%)	22.0	22.5	19.4	18.8	18.2
EPS(摊薄/元)	3.03	3.59	3.59	4.05	4.57
P/E(倍)	13.1	11.1	11.1	9.8	8.7
P/B(倍)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5

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	18739	21011	23395	25452	28466
现金	5605	7046	7726	8557	9495
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	43	39	51	49	62
存货	11882	12549	14231	15424	17471
其他流动资产	1033	1176	1176	1176	1176
非流动资产	1287	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	838	863	845	848	850
资产总计	20025	22275	24646	26712	29731
流动负债	9280	10102	10995	11147	11935
短期借款	6251	7714	8635	8931	9322
应付票据及应付账款	480	524	577	642	710
其他流动负债	2549	1863	1782	1574	1903
非流动负债	1331	1315	1114	949	772
长期借款	900	900	700	534	358
其他非流动负债	431	415	415	415	415
负债合计	10611	11416	12109	12096	12708
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	9583	11182	12993
归属母公司股东权益	7965	9191	10309	11756	13449
负债和股东权益	20025	22275	24646	26712	29731

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2348	1990	1490	1782	1866
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	-1337	-1372	-1681
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	268	143	0	0	0
筹资活动现金流	-1207	-560	-1675	-1190	-1265
短期借款	-805	1464	921	296	391
长期借款	-147	0	-200	-166	-176
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	-2396	-1320	-1479
现金净增加额	1284	1448	-241	536	546

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
归属母公司净利润	1586	1876	1876	2118	2388
EBITDA	3133	3625	3620	4024	4485
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(%)	4.0	4.2	3.8	3.9	3.9
ROE(%)	22.0	22.5	19.4	18.8	18.2
ROIC(%)	22.4	24.8	23.0	24.2	25.0
偿债能力					
资产负债率(%)	53.0	51.3	49.1	45.3	42.7
净负债比率(%)	28.6	20.1	14.5	7.7	2.4
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.3	2.4
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.8	2.7	2.8	2.8
应收账款周转率	198.3	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	2.85	3.41	3.57
每股净资产(最新摊薄)	15.23	17.57	19.71	22.47	25.71
估值比率					
P/E	13.1	11.1	11.1	9.8	8.7
P/B	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.9	6.7	6.8	6.1	5.5

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