

老凤祥（600612.SH）

三季度业绩稳健正增长，展现龙头经营韧性

买入

核心观点

营收利润双增长，彰显经营韧性。公司三季度营收 197.98 亿元，同比+8.80%，增速较二季度+2.51pct；取得归母净利润 4.66 亿元，同比+2.04%，扣非归母净利润 4.79 亿元，同比+5.95%。7-9 月在疫情影响门店开业及终端珠宝消费情况下，公司仍取得稳健的正增长业绩，展现了龙头企业的经营韧性。

毛利率水平同比提升，费用率总管控良好。公司 2022 年三季度毛利率 6.67%，同比提升 0.17pct，整体成本管控良好，同时珠宝工艺提升下预计带来品牌力进一步增强。如公司今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，以丰富品牌故事开发具有品牌文化的 IP 产品等。三季度销售费用率/管理费用率分别为 1.37%/0.54%，分别同比+0.53pct/-0.08pct，整体费用率管控较为良好。现金流方面，公司前三季度实现经营性现金流净额 32.48 亿元，较去年同期的 0.58 亿元大幅改善。

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。未来在疫情防控形势企稳向好，消费端婚庆、保值等刚需释放下，公司有望受益黄金珠宝行业的消费反弹趋势。中长期，公司渠道端继续推进加盟扩张，拓展下沉渠道并进一步扩大市场份额；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、多样化的消费需求。考虑三季度疫情影响，我们略下调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 18.87 亿元/21.79 亿元/24.37 亿元（前值分别为 19.47 亿元/22.73 亿元/25.40 亿元），对应 PE 分别为 11/9.6/8.5 倍，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	64,590.64	73,144.40	79,860.26
(+/-%)	4.22%	13.47%	10.05%	13.24%	9.18%
净利润(百万元)	1,586.02	1,876.31	1,887.26	2,179.25	2,436.96
(+/-%)	12.64%	18.30%	0.58%	15.47%	11.83%
每股收益(元)	3.03	3.59	3.61	4.17	4.66
EBIT Margin	5.75%	5.33%	5.49%	5.51%	5.62%
净资产收益率(ROE)	19.91%	20.41%	19.65%	21.47%	22.62%
市盈率(PE)	13.13	11.10	11.03	9.55	8.54
EV/EBITDA	10.25	10.16	9.32	8.45	7.76
市净率(PB)	2.61	2.27	2.17	2.05	1.93

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

zhang.jh@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	39.80 元
总市值/流通市值	20815/20815 百万元
52 周最高价/最低价	50.50/35.59 元
近 3 个月日均成交额	52.95 百万元

市场走势



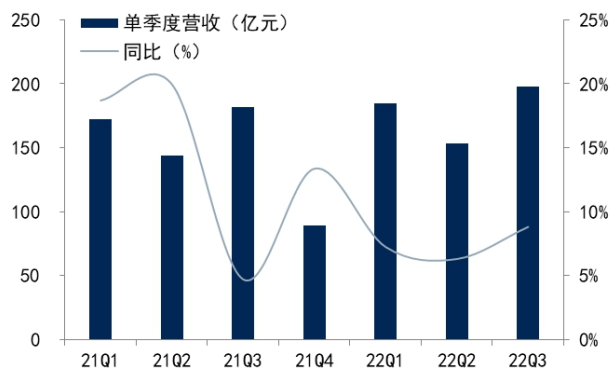
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《老凤祥（600612.SH）-老牌黄金珠宝企业增长稳健，积极推进门店扩张》——2022-09-01
- 《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

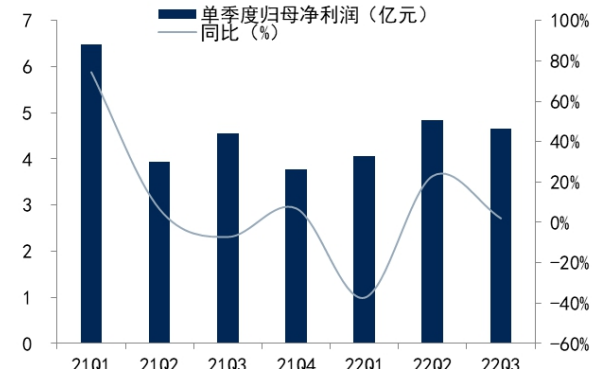
三季度营收利润双增长，彰显经营韧性。公司三季度营收 197.98 亿元，同比+8.80%，增速较二季度+2.51pct 取得归母净利润 4.66 亿元，同比+2.04%，增速较二季度-20.96pct，扣非归母净利润 4.79 亿元，同比+5.95%，增速较二季度-7.09pct。7-9 月在疫情影响门店开业及终端珠宝消费情况下，公司仍取得稳健的正增长业绩，展现了龙头企业的经营韧性。

图1：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

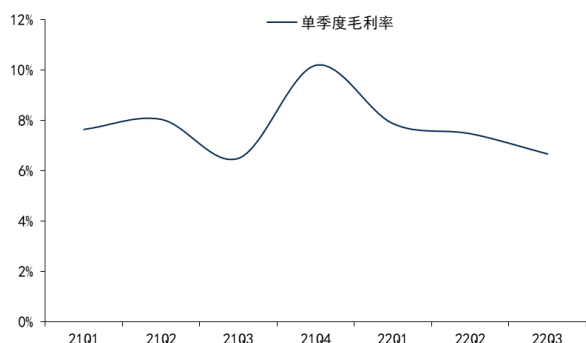
图2：老凤祥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

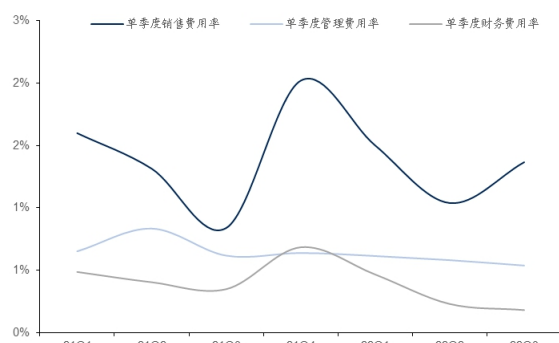
财务数据：毛利率水平同比提升，费用率总体管控良好。公司 2022 年三季度毛利率 6.67%，同比提升 0.17pct，整体成本管控良好，同时珠宝工艺提升下预计带来品牌力进一步增强。如公司今年以普陀山祈福文化旅游市场为切入点，设计开发出贵金属原创系列产品 30 款，以丰富品牌故事开发具有品牌文化的 IP 产品等。三季度销售费用率/管理费用率分别为 1.37%/0.54%，分别同比+0.53pct/-0.08pct。现金流方面，公司前三季度实现经营性现金流净额 32.48 亿元，较去年同期的 0.58 亿元大幅改善，主要受益销售商品、提供劳务收到的现金增长幅度大于购买商品、接受劳务支付的现金增长幅度。

图3：老凤祥毛利率情况（%）



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

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。未来在疫情防控形势企稳向好，消费端婚庆、保值等刚需释放下，公司有望受益黄金珠宝行业的消费反弹趋势。中长期，公司渠道端继续推进加盟扩张，拓展下沉渠道并进一步扩大市场份额；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、多样化的消费需求。考虑三季度疫情影响，我们略下调公司 2022-2024 年归母净利润预测至 18.87 亿元/21.79 亿元/24.37 亿元（前值分别为 19.47 亿元/22.73 亿元/25.40 亿元），对应 PE 分别为 11/9.6/8.5 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	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	39.80	168.23	3.59	3.61	4.17	4.66	12.78	9.32	8.45	7.76	20.41	2.83	买入
1929.HK	周大福	13.92	1392.00	0.67	0.80	0.94	1.15	20.89	17.40	14.81	12.10	19.97	0.95	买入
002345	潮宏基	4.16	36.96	0.39	0.41	0.50	0.60	14.23	10.14	8.27	6.91	9.96	2.59	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：潮宏基为 Wind 一致预测，周大福单位为港元

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	7390	7200	7200	营业收入	51722	58691	64591	73144	79860
应收款项	175	201	323	288	329	营业成本	47489	54130	59715	67558	73615
存货净额	11882	12549	13085	14804	16133	营业税金及附加	142	232	21	27	31
其他流动资产	795	862	1615	1829	1997	销售费用	688	797	861	1016	1158
流动资产合计	18752	21011	22765	24474	26011	管理费用	427	402	444	512	570
固定资产	377	380	373	363	357	财务费用	289	267	223	213	227
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	24022	25721	27251	营业利润	2797	3232	3326	3819	4258
短期借款及交易性金融负债	7234	8289	7526	7907	8049	营业外净收支	(3)	9	0	0	0
应付款项	480	524	621	679	739	利润总额	2794	3242	3326	3819	4258
其他流动负债	1456	1288	3050	3454	3767	所得税费用	722	794	853	967	1071
流动负债合计	9170	10102	11198	12039	12554	少数股东损益	486	571	586	673	750
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	1887	2179	2437
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	12623	13609	14320	净利润	1586	1876	1887	2179	2437
少数股东权益	1450	1668	1795	1964	2156	资产减值准备	1	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	7965	9191	9603	10148	10774	折旧摊销	45	44	39	42	44
负债和股东权益总计	19563	22275	24022	25721	27251	公允价值变动损失	47	14	0	0	0
						财务费用	289	267	223	213	227
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	269	(1030)	560	(1294)	(968)
每股收益	3.03	3.59	3.61	4.17	4.66	其它	111	173	128	168	193
每股红利	2.33	2.50	2.82	3.12	3.46	经营活动现金流	2058	1076	2614	1096	1706
每股净资产	15.23	17.57	18.36	19.40	20.60	资本开支	0	(29)	(30)	(30)	(35)
ROIC	13%	13%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(63)	(58)	0	0	0
ROE	20%	20%	20%	21%	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%	5%	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)	(1475)	(1634)	(1811)
收入增长	4%	13%	10%	13%	9%	其它融资现金流	2001	3053	(763)	381	142
净利润增长率	13%	18%	1%	15%	12%	融资活动现金流	(710)	452	(2238)	(1253)	(1669)
资产负债率	59%	59%	60%	61%	60%	现金净变动	1285	1441	344	(190)	0
息率	5.9%	6.3%	7.1%	7.8%	8.7%	货币资金的期初余额	4320	5605	7046	7390	7200
P/E	13.1	11.1	11.0	9.6	8.5	货币资金的期末余额	5605	7046	7390	7200	7200
P/B	2.6	2.3	2.2	2.1	1.9	企业自由现金流	2521	1347	3208	1729	2398
EV/EBITDA	10.3	10.2	9.3	8.5	7.8	权益自由现金流	4375	4400	2279	1951	2371

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