

# 老凤祥 (600612. SH)

百年品牌底蕴深厚，渠道及产品力推动长期成长

买入

## 核心观点

**公司主营黄金珠宝首饰等业务，老凤祥品牌历史悠久且市占率靠前。**公司2021年营收中，珠宝首饰业务占比80%，其中以黄金产品销售为主。渠道端，截至2022年底，公司拥有共计5609家黄金珠宝门店，全年净增664家。公司总体上经营稳健，2018-2021年收入及归母净利润复合增速分别10.3%/15.9%。据业绩快报，公司2022年疫情下营收仍增长7.36%，归母净利润下滑9.38%。据欧睿数据，老凤祥品牌以7.9%的市占率排名行业第二，且根据公司规划，将力争“十四五”末实现销售超千亿，全球奢侈品十强。

**黄金珠宝消费复苏且行业集中度有望提升，龙头企业凭借优异门店运营及多元化品类布局而受益。**据欧睿国际数据，2022年中国珠宝首饰整体零售规模同比稳健增长6.8%。展望2023年，黄金珠宝受益婚嫁消费偏刚性以及黄金保值避险属性，疫后复苏良好，且金价稳步上行也有助于提升企业基本面表现。中长期看，居民消费力提升、渠道下沉及消费场景多元化等机遇仍将驱动行业稳健增长。同时疫情客观上加速行业出清，以及消费端低毛利率的“克重计价”产品提升加大中小品牌盈利压力，行业集中度有望加速提升。

**公司渠道扩张能力优异、注重产品工艺设计共筑竞争优势。**1) 渠道端，公司疫情下加速拓展抢占市场，2020/2021/2022年疫情下分别净开557/495/664家，体现了龙头企业的韧性和渠道扩张能力。2) 产品端，在以外包为主的行业，公司自有黄金、珠宝首饰专业加工基地，打造产品差异化优势。同时截至2022上半年，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，专业领域内的中高级人才数量在业内处于领先。3) 经营端，不断完善体制改革，推进管理团队和激励机制的市场化，持续激活企业潜力，以应对日益变化的市场竞争环境。

**盈利预测与估值：**公司作为黄金珠宝行业老牌龙头企业，整体经营韧性强。行业层面受益于消费复苏及集中度提升趋势，同时金价稳步上行也有助于提升基本面。中长期看，公司渠道端持续推进加盟扩张以扩大市场份额；产品端持续提升研发设计能力，满足个性化消费需求；并且有望持续深化体制改革，实现经营效益进一步释放。公司2022年归母净利润参考业绩快报数据为17亿元，预计2023-2024年分别为21.56/25.22亿元（前值分别为21.79/24.37亿元，2024年预计黄金珠宝消费进一步向好而有所上调），综合绝对及相对估值，给予公司估值67.1-74.2元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**消费复苏不及预期、门店拓展不及预期、加盟商经营管理不善、行业竞争环境恶化带来价格战、文中盈利预测假设不及预期。

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	63,010.26	73,239.62	81,384.40
(+/-%)	4.22%	13.47%	7.36%	16.23%	11.12%
净利润(百万元)	1586.02	1876.31	1700.23	2155.93	2521.72
(+/-%)	12.64%	18.30%	-9.38%	26.80%	16.97%
每股收益(元)	3.03	3.59	3.25	4.12	4.82
EBIT Margin	5.72%	5.28%	5.14%	5.52%	5.77%
净资产收益率(ROE)	19.91%	20.41%	17.78%	21.34%	23.46%
市盈率(PE)	19.60	16.57	18.28	14.42	12.33
EV/EBITDA	13.74	13.52	13.38	11.21	9.78
市净率(PB)	3.90	3.38	3.25	3.08	2.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：2022年为业绩快报数据；摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

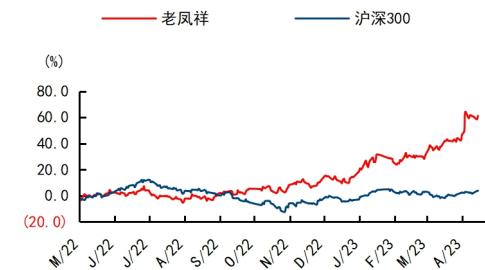
### 商贸零售·专业连锁II

证券分析师：张峻豪	证券分析师：柳旭
021-60933168	0755-81981311
zhangjh@guosen.com.cn	liuxu1@guosen.com.cn
S0980517070001	S0980522120001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	67.10 - 74.20元
收盘价	60.37元
总市值/流通市值	31581/31581百万元
52周最高价/最低价	62.00/35.59元
近3个月日均成交额	82.64百万元

### 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) -三季度业绩稳健正增长，展现龙头经营韧性》——2022-10-28  
《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

# 内容目录

<b>公司概况：百年龙头，历久弥新.....</b>	<b>5</b>
公司历史沿革.....	5
公司经营概况.....	5
股权结构及管理层：上海国资控股，积极开展国企改革激发活力.....	7
<b>行业简析：渠道及产品推动行业集中度提升，短期金价催化终端需求.....</b>	<b>9</b>
行业概况：黄金珠宝行业稳增长，后疫情时期复苏向好.....	9
发展驱动：金价走强提振需求，渠道及产品力推动中长期发展.....	10
竞争格局：龙头企业把握扩张机遇，集中度稳步提升.....	14
<b>公司分析：渠道及产品布局领先行业，机制改善释放活力.....</b>	<b>15</b>
渠道端：逆势扩张能力优异，自营+加盟开拓市场.....	15
产品端：自有设计打造差异化优势，工艺美术大师团队独具匠心.....	16
经营端：持续推进机制改善，进一步激活企业潜力.....	17
<b>财务分析及对比：规模及经营韧性领先行业.....</b>	<b>19</b>
经营规模和成长性分析.....	19
盈利能力分析.....	20
营运能力分析.....	20
偿债能力分析.....	21
<b>盈利预测.....</b>	<b>22</b>
假设前提.....	22
未来三年业绩预测.....	23
盈利预测的敏感性分析.....	23
<b>估值与投资建议.....</b>	<b>24</b>
绝对估值：67.1-73元/股.....	24
相对估值：66-74.2元/股.....	25
投资建议.....	26
<b>风险提示.....</b>	<b>27</b>
<b>附表：财务预测与估值.....</b>	<b>29</b>

# 图表目录

图1: 老凤祥历史沿革	5
图2: 老凤祥营业收入及增速（亿元、%）	5
图3: 老凤祥归母净利润及增速（亿元、%）	5
图4: 老凤祥营业收入分业务占比（%）	6
图5: 老凤祥分业务增速（%）	6
图6: 老凤祥营销网点数量变化（家）	7
图7: 老凤祥门店分自营/加盟占比（%）	7
图8: 老凤祥股权结构（截至 2022 年 9 月底）	7
图9: 中国珠宝首饰零售规模（亿元、%）	9
图10: 中国基于黄金材质的珠宝首饰零售规模（亿元、%）	9
图11: 2022 年以来限额以上金银珠宝零售额增速（%）	10
图12: 2020 年疫情后黄金珠宝行业复苏进程	10
图13: COMEX 黄金收盘价（美元/盎司）	10
图14: 上海金交所黄金现货价格及老凤祥季度毛利率	12
图15: 三四线城市宽裕小康和大众富裕家庭占比提升（%）	12
图16: 周大福珠宝净开店的城市级别分布（家）	12
图17: 老凤祥疫情下逆势扩张门店	15
图18: 老凤祥银楼	16
图19: 老凤祥加盟店持续扩张	16
图20: 老凤祥东莞珠宝首饰有限公司的自动化生产	16
图21: 老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心	16
图22: 老凤祥“双百行动”以来经营效益稳步向好	18
图23: 老凤祥可比公司营业收入对比（亿元、亿港元）	19
图24: 老凤祥可比公司黄金珠宝门店数量对比（家）	19
图25: 老凤祥可比公司营业收入增速对比（%）	19
图26: 老凤祥可比公司黄金珠宝门店开店速度对比（家）	19
图27: 老凤祥可比公司毛利率对比（%）	20
图28: 老凤祥可比公司销售费用率对比（%）	20
图29: 老凤祥可比公司存货周转率对比	21
图30: 老凤祥可比公司应收账款周转天数对比	21
图31: 老凤祥可比公司流动比率对比	21
图32: 老凤祥可比公司速动比率对比	21

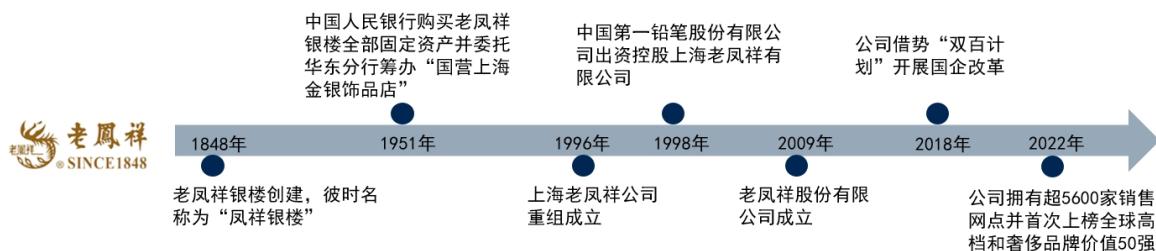
表1: 公司黄金/铂金产量及销量情况（吨、%） .....	6
表2: 老凤祥部分董事会、管理层履历.....	8
表3: 老凤祥落实国企“双百行动”综合改革的相关举措.....	8
表4: 珠宝首饰分类.....	9
表5: 各年度金价涨跌与金饰需求变化.....	11
表6: 2025年各级别城市黄金珠宝门店单店模型测算（利润率5%所需要的年销售额） .....	13
表7: 2025年全国黄金珠宝门店数量测算（假定净利率5%） .....	13
表8: 不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别.....	14
表9: 中国珠宝零售市场主要品牌的市占率（%） .....	14
表10: 老凤祥持续推进管理机制改善.....	17
表11: 十八届三中全会后国企改革五个阶段.....	18
表12: 老凤祥未来三年收入分拆预测（百万元、%） .....	23
表13: 老凤祥未来三年盈利预测（百万元、%） .....	23
表14: 老凤祥盈利预测的情景分析（乐观、中性、悲观） .....	24
表15: 公司盈利预测假设条件（%） .....	25
表16: 资本成本假设.....	25
表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	25
表18: 可比公司估值.....	26

# 公司概况：百年龙头，历久弥新

## 公司历史沿革

老凤祥品牌创始于 1848 年，品牌历史底蕴浓厚，是中国珠宝首饰行业的知名品牌。目前主营业务涵盖三大产业，一是以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业；二是以“沪工美”商标为代表的工艺美术品产业；三是以“中华”商标为代表的笔类文具用品产业，其中公司以黄金珠宝首饰产业为主。截至 2022 年底，公司黄金珠宝板块共计 5609 家门店（其中海外银楼 15 家），全年净增 664 家。且在 2022 年首次入围“全球高档和奢侈品牌价值 50 强”（英国评估机构 Brand Finance 发布），排名 28 位，是大中华地区珠宝首饰行业唯一入选的中国品牌。

图1: 老凤祥历史沿革

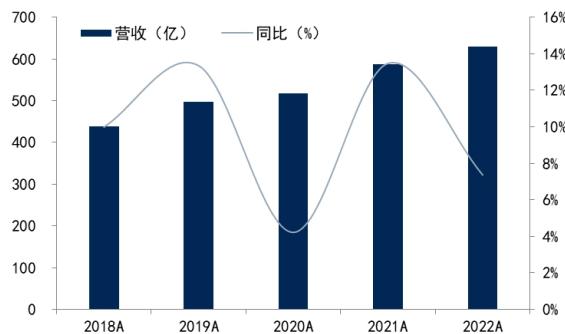


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 公司经营概况

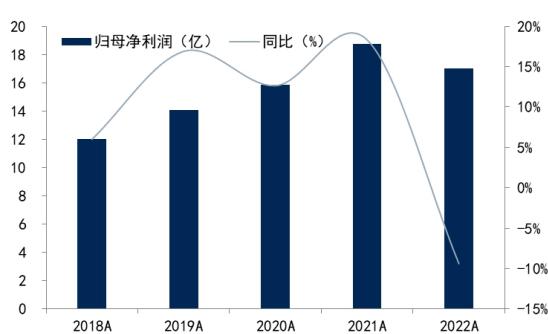
经营业绩方面，据业绩快报数据，公司 2022 年营收 630.10 亿元，同比+7.36%，实现归母净利润 17 亿元，同比-9.38%。总体上，疫情期间公司积极推进渠道下沉，不断开拓市场，提升市场占有率，整体经营在疫情扰动下仍彰显韧性。过去几年的复合增长看，公司收入和利润规模保持稳健增长，2018-2022 年公司营业收入/归母净利润复合增速分别为 9.53%/9%。

图2: 老凤祥营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，2022 年来自业绩快报

图3: 老凤祥归母净利润及增速（亿元、%）

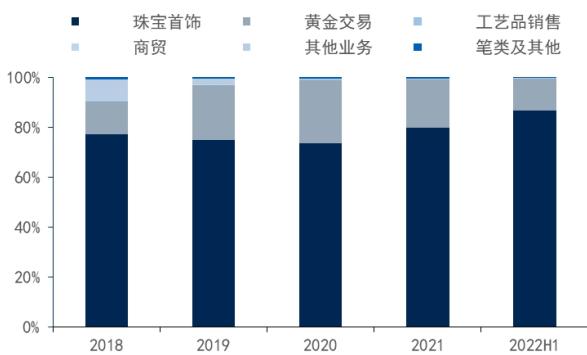


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，2022 年来自业绩快报

### ◆ 营业收入分业务：珠宝首饰业务占比高

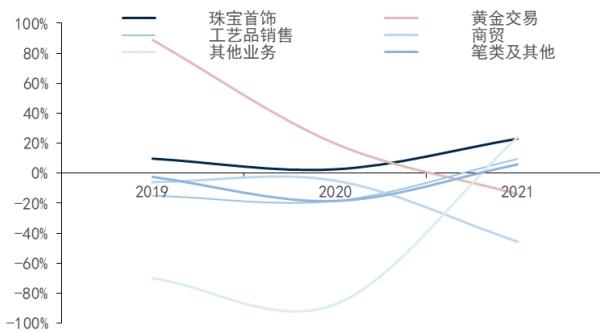
分业务看，公司以珠宝首饰销售业务为主，2019–2021年珠宝首饰营收占比分别为74.76%/73.62%/79.84%，2022上半年进一步提升至86.65%。黄金交易为公司第二大营收来源，2019–2021年占营业收入的比重分别为21.88%/25.16%/19.10%，2022上半年的营收占比为12.62%。

图4: 老凤祥营业收入分业务占比 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5: 老凤祥分业务增速 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从品类看，预计公司以黄金首饰为主。销量维度，公司2019–2021年黄金分别销售135.62/119.05/144.11吨；同期铂金分别销售1.19/0.99/0.84吨。

表1: 公司黄金/铂金产量及销量情况 (吨、%)

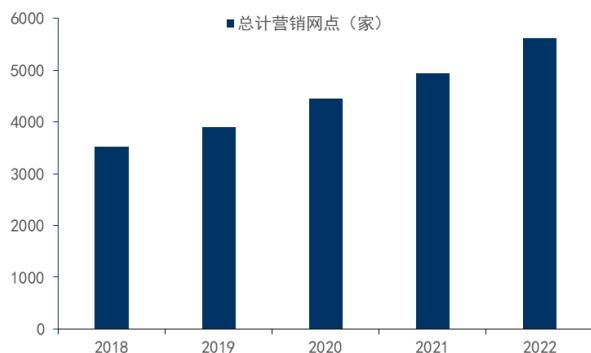
	2018	2019	2020	2021
<b>产量</b>				
黄金(吨)	122.31	141.91	94.44	122.08
yoY	29.66%	16.03%	-33.45%	29.27%
铂金(吨)	1.20	1.19	1.22	0.80
yoY	-33.84%	-0.54%	2.67%	-34.40%
<b>销量</b>				
黄金(吨)	113.68	135.62	119.05	144.11
yoY	14.32%	19.30%	-12.22%	21.05%
铂金(吨)	1.35	1.19	0.99	0.84
yoY	-37.93%	-11.45%	-17.36%	-14.94%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

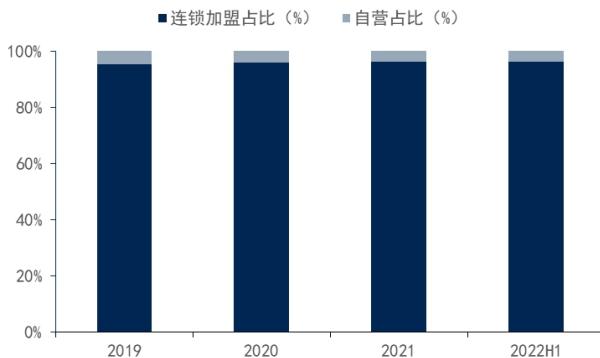
### ◆ 营业收入分区域：覆盖全国市场，部分自营网点布局境外市场

公司战略以国内市场为主体，境内销售主营业务收入占比保持在99%左右。同时公司落实“以国内大循环为主体、国内国际双循环互相促进”的战略思路，打通境内外业务，2019–2021年境外销售主营业务收入占比分别为1.03%/0.64%/0.66%。

网点方面，公司本着“立足上海、辐射全国、走向世界”的营销网络建设方针，近年来门店数量实现稳步增长。截至2022年底，公司黄金珠宝板块共计5609家门店（其中海外银楼15家），全年净增664家。经营模式上，公司以加盟模式为主，同时自营强化品牌形象，连锁加盟店占总门店的比重在96%左右。

**图6: 老凤祥营销网点数量变化 (家)**


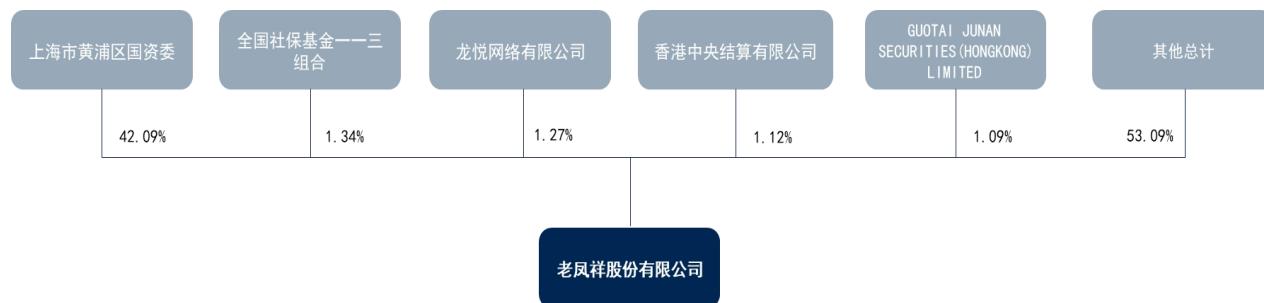
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图7: 老凤祥门店分自营/加盟占比 (%)**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 股权结构及管理层：上海国资控股，积极开展国企改革激发活力

股权结构方面，截至 2022 年 9 月底，上海市黄浦区国资委持股 42.09%，其余的前五大股东分别为全国社保基金一一三组合、龙悦网络有限公司、香港中央结算有限公司及 GUOTAI JUNAN SECURITIES (HONGKONG) LIMITED，依次分别持有公司股份的 1.34%、1.27%、1.12% 和 1.09%。

**图8: 老凤祥股权结构（截至 2022 年 9 月底）**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层看，公司董事长杨奕曾担任上海市旅游局党组书记和副局长、上海市黄浦区政府党组成员和办公室主任，2016 年 3 月 4 日起至今任公司党委书记，2022 年 7 月 4 日起任公司第十届董事会董事长。副董事长、总经理黄骅 2007 起便在公司任职，对公司经营状况熟悉，2016 年 4 月 26 日至今任公司总经理，兼任控股子公司上海老凤祥有限公司董事、总经理，2022 年 7 月 4 日起任公司第十届董事会副董事长。

**表2: 老凤祥部分董事会、管理层履历**

姓名	职位	履历
杨奕	董事长	法律硕士学历, 曾任上海市黄浦区旅游局党组书记和副局长、上海市黄浦区政府党组成员和办公室主任。2016年6月27日至2020年6月15日老凤祥股份有限公司第八、九届董事会非独立董事、副董事长。
黄骅	副董事长、总经理	现任老凤祥股份有限公司党委书记、第十届董事会副董事长, 兼任老凤祥有限公司副董事长。本科学历, 会计师, 高级经济师。2007年4月23日至2016年4月25日期间担任公司副总经理, 2008年8月18日被聘任为公司财务总监, 2016年4月26日起任公司总经理。2008年5月27日至2020年6月15日老凤祥股份有限公司第六、七、八、九届董事会非独立董事。现任老凤祥股份有限公司第十届董事会非独立董事、总经理, 兼任控股子公司上海老凤祥有限公司董事、总经理。
史亮	副总经理	本科学历, 工程师。2010年10月27日起任老凤祥股份有限公司第六、七、八、九届监事会监事, 2011年6月7日至2020年6月15日任公司副监事长、老凤祥股份有限公司党委副书记、纪委书记、工会主席, 兼任控股子公司上海老凤祥有限公司监事长以及全资子公司上海工艺美术有限公司副董事长。现任老凤祥股份有限公司副总经理。
李军	副总经理	本科学历, 高级经济师。曾任中国第一铅笔股份有限公司国贸部经理助理和副经理、公司总经理助理兼国贸部部长。2016年4月26日起任老凤祥股份有限公司副总经理。现任老凤祥股份有限公司第十届董事会非独立董事、副总经理, 兼任上海老凤祥有限公司副总经理, 上海工艺美术有限公司副总经理, 老凤祥珠宝(香港)有限公司副总经理, 上海老凤祥钻石加工中心有限公司董事长。
王永忠	副总经理	工商管理硕士学历, 高级经济师。最近5年一直担任公司副总经理, 现任老凤祥股份有限公司副总经理, 兼任全资子公司上海工艺美术有限公司总经理。
凌晓静		本科学历, 注册会计师、国际注册内部审计师、国际财务管理师。2002年8月至2020年5月, 在众华财务总监会会计师事务所(特殊普通合伙)先后担任审计员、经理、高级经理、主管、授薪合伙人、权益合伙人。2020年6月16日起任公司财务总监。
辛志宏	市场总监	本科学历, 凤祥股份有限公司副总经理。2014年6月16日起任公司市场总监, 最近5年担任控股子公司上海老凤祥有限公司董事、常务副总经理。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**此外, 公司借势“双百计划”开展股权改革, 激发经营活力。**2018年8月公司被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单, 公司亦随后制订了相关改革方案。如2019年针对公司下属股权结构涉及经营者持股的七家子公司拟定了《下属子公司股权改革工作方案》, 并完成了上海老凤祥钻石加工中心有限公司自然人股东9.71%股权的改革工作, 引进了战略投资者国新双百壹号(杭州)股权投资合伙企业, 有效解决了子公司股权僵化问题。此外, 公司2020年开始推行职业经理人制度, 加快推进和优化公司经营管理人才的队伍建设。

**表3: 老凤祥落实国企“双百行动”综合改革的相关举措**

时间	具体内容
2018	被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单; 引进了以央企国新为核心的战投资者, 由其受让了上海老凤祥有限公司职工持股会及自然人经营者的21.99%股权
2019	完成了上海老凤祥钻石加工中心有限公司自然人股东9.71%股权的改革工作, 引进了战略投资者国新双百壹号(杭州)股权投资合伙企业; 形成公司关于推行职业经理人制度的方案及实施细则
2020	完成了老凤祥钻石加工、珠宝玉器公司和中铅公司3家不同类型企业的职业经理人聘用和签约工作
2021	制定了《2021-2022新一轮双百改革实施方案》, 持续推进公司系统职业经理人制度的实施范围, 实施了第二批14家企业(部门), 为公司职业经理人制度的全覆盖奠定基础
2022	公司启动了第三批8家职业经理人的选聘工作, 未来密切跟踪企业的职业经理人制度的落实情况, 总结和完善管理模式, 健全考核、激励和评价机制

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

# 行业简析：渠道及产品推动行业集中度提升，短期金价催化终端需求

## 行业概况：黄金珠宝行业稳增长，后疫情时期复苏向好

我们通常研究的珠宝首饰包括黄金、钻石、铂金、K金和玉石等多个品类，其主要用于婚嫁、送礼、自我奖赏、投资收藏等用途。其中黄金首饰即以含金量不少于99%的材质制成的首饰，是我国主流的珠宝消费品类之一，具有较强的保值属性，且近年来设计工艺不断提升。

表4: 珠宝首饰分类

首饰种类	基本特点
钻石首饰	镶嵌有钻石的各类珠宝首饰的简称，一般有裸钻、钻戒、颈饰、耳饰、腕饰等
黄金首饰	以含金量不少于99%的材质制成的首饰，我国主流珠宝首饰品种，具有一定保值性
铂金首饰	以铂金为主要材料制成的首饰，价值比黄金首饰高，但保值性较低
K金首饰	以黄金为主要原料，但含金量低于99%的首饰，强调设计感和时尚性，保值性较低
玉石首饰	以翡翠、和田玉等为主要原料制成的首饰，一般有耳钉、珠链、手镯、戒指等
其他首饰	珍珠、人造宝石、彩宝（如蓝宝石、红宝石等）

资料来源：迪阿股份公司招股书、国信证券经济研究所整理

行业规模看，据欧睿国际数据，2021年/2022年中国珠宝首饰行业零售规模分别为7641亿元/8159亿元，分别同比增长18.1%/6.8%。总体上，过去数年中国珠宝首饰零售规模增长表现平稳，2012-2022年复合增速为6%。

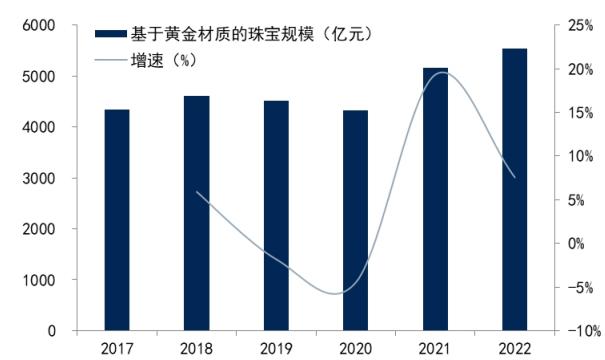
具体品类看，中国珠宝消费近几年的结构较为稳定，其中黄金产品占比最高。据欧睿国际数据，按金属材质分类，2020-2022年黄金材质销售占比分别为76.3%/76.7%/77.1%。从上市公司的销售结构亦可以看出，近年来黄金产品占比持续提升，受益于其日益提升的设计感，以及在疫情期间进一步凸显的保值优势。如周大福2020-2022财年，黄金首饰及产品占收入的比重分别为66.5%/68.2%/73.7%。

图9: 中国珠宝首饰零售规模（亿元、%）



资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

图10: 中国基于黄金材质的珠宝首饰零售规模（亿元、%）

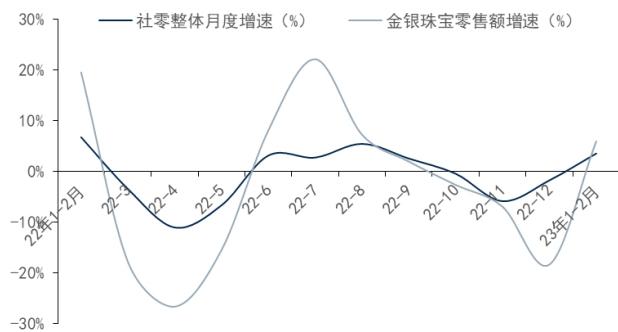


资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

疫情后的消费复苏看，黄金珠宝产品受益婚嫁消费场景偏刚性需求，以及黄金避险保值属性，需求复苏良好。例如以2022年数据看，自2022年3月开始，在全国疫情散发影响下，金银珠宝消费受到明显的抑制，3-5月社零分别同比-17.9%/-26.7%/-15.5%。但6月至8月中旬，受益于疫情缓解及520、七夕等节

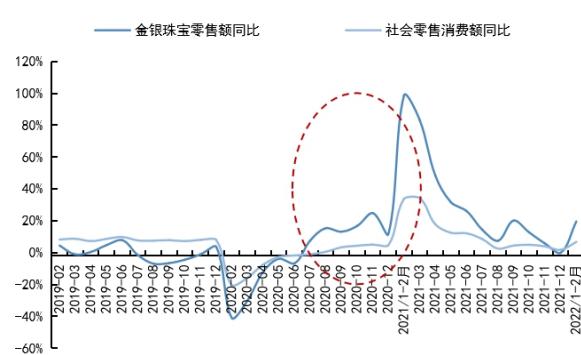
日，金银珠宝消费显著修复，7月社零一度恢复至22.10%。而今年以来，黄金珠宝消费展现了较强的复苏趋势，2023年1-2月金银珠宝社零在相对高基数的情况下仍同比增长5.9%，领先于其他可选消费品类，且进入二季度，行业在去年同期低基数下（2022年3-5月黄金珠宝社零分别同比-17.9%/-26.7%/-15.5%）有望迎来进一步的数据改善。

图11: 2022年以来限额以上金银珠宝零售额增速(%)



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图12: 2020年疫情后黄金珠宝行业复苏进程



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

## 发展驱动：金价走强提振需求，渠道及产品力推动中长期发展

### ◆ 近期金价走强，总体利好黄金珠宝企业经营业绩

在硅谷银行破产、瑞信风波等事件影响下，市场避险情绪增加及对美联储加息预期有所弱化，带动金价持续上行。2023年4月13日，COMEX黄金收盘价2054.6美元/盎司，较3月10日硅谷银行宣布破产当天收盘价上涨9.7%。

图13: COMEX黄金收盘价(美元/盎司)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

参考过去，黄金的消费需求（投资需求与大部分消费需求）与金价波动具有一定的相关性，故企业的基本面也随之相关。具体从收入和毛利两个维度看：

1) **收入角度，首先在量的方面**，理论上价格的短期上涨会导致金饰需求减少，反之则会增加。但由于黄金的投资理财属性，持续稳定的上涨会推动需求增加，主要系符合国内部分消费者购买金饰时“买涨不买跌”的投资理念。同时，对于加

盟占比较高的品牌商而言，金价上行时期由于存货价值的提升，加盟商的囤货意愿更为强烈，品牌方在开店以及铺货方面更加积极，从而提振品牌公司端的收入。总结来看，当金价的中长期上涨确定性较强、处于持续上升过程中时，金饰的需求量反而会受推升。

**此外，在价的方面，金价上涨也会提高产品的终端售价，从而拉升销售额增长。**尤其是现在黄金产品销售多数以按克计价为主的情况下。据中国黄金报社及世界黄金协会 2021 年统计数据，57% 的 24K 足金产品按克计价，且 42.5% 的受访零售商计划增加按克计价产品比重。

我们对 2009 至 2019 年（新冠疫情前）的年度金价及金饰消费数据分析后，认为上述理论与近年市场情实际情况保持了较高的相合性。短期而言，如 2013、2016 和 2019 年，金价异于往年的大幅度涨跌都带来了当年金饰消费量的明显反向变化，其中 2013 年 SEG 黄金 9999 跌幅 29.1% 带来了金饰消费量 56.6% 的增长。不过中长期，2013 年之前的十年黄金大牛市和 2016 年-2019 年的金价回升都带动了消费额的持续上涨，即使 2019 年金饰消费量在金价 19.9% 的全年涨幅中下降了 7.1%，但受益于价的提升，消费额全年保持了 7.1% 的增速。

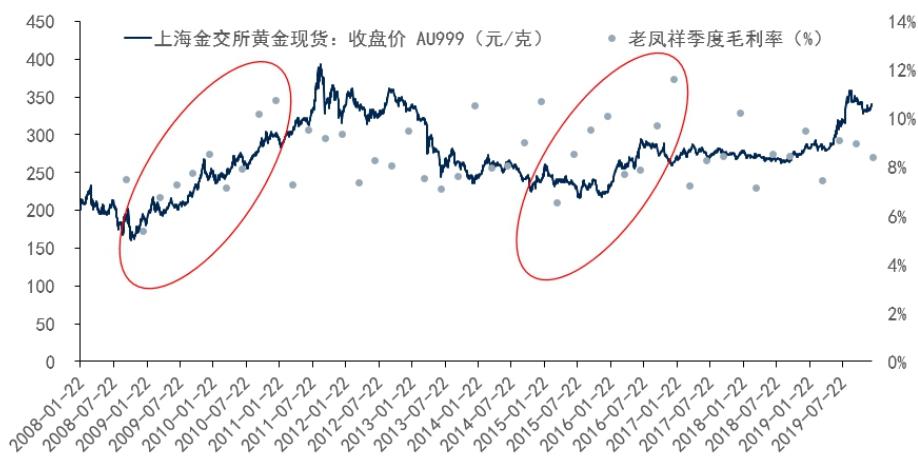
表5：各年度金价涨跌与金饰需求变化

年份	上金所 AU99.99 年涨跌幅	当年中国金饰消费量增速 (%)	当年中国金饰用金消费额增速 (%)
2009	27.75%	8%	18.50%
2010	24.60%	28%	59.70%
2011	6.11%	20.60%	48.10%
2012	5.20%	7.60%	11%
2013	-29.14%	56.60%	29.80%
2014	1.19%	-14.10%	-23.10%
2015	-7.30%	-4.90%	-11.20%
2016	18.38%	-16%	-4.10%
2017	3.30%	3.20%	6%
2018	4.01%	3.20%	1.50%
2019	19.94%	-7.10%	7.10%

资料来源：Wind、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

**2) 毛利率角度，**多数黄金珠宝企业在近几年推进下沉扩张过程中，加盟模式下的收入占比不断提高。而批发价格一般为订货会前几日的交易所的黄金报价，零售价格也根据交易所的黄金报价调整。因而从成本角度来看，国内珠宝品牌在运营中通常会保有大量黄金库存，包括金锭原料、金饰在产品和成品，销货成本以存货成本计算。因此一般来看，金价的持续上涨下公司的毛利率将有望得到提升。

以黄金产品占比较高的企业老凤祥为例，在 2009 年/2016 年黄金上涨持续较长的年份，公司的季度毛利率呈现明显提升的趋势，显示金价的持续上涨对公司的毛利率确实有一定的推动作用。**但同时也要看到，目前各企业均有采取套保机制以减弱金价波动对经营的影响。**

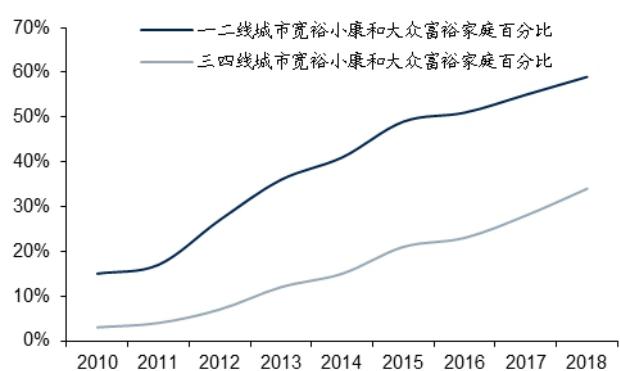
**图14: 上海金交所黄金现货价格及老凤祥季度毛利率**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

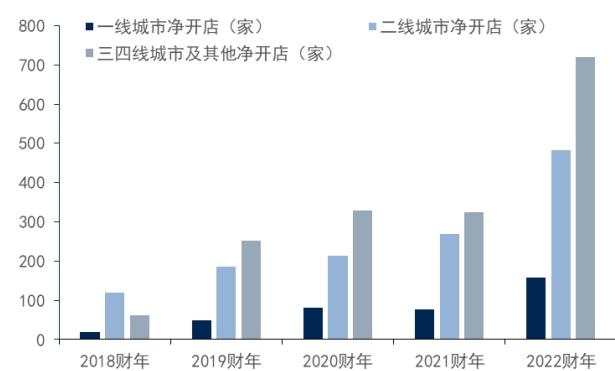
### ◆ 龙头企业下沉扩张仍有空间，黄金工艺提升推动品类中长期成长

首先在渠道方面，下沉市场仍有开拓空间。从消费力角度看，下沉市场居民的消费力稳步提升，消费升级需求持续释放。麦肯锡数据显示，2010-2018年，三四线城市中，年可支配收入达到14万至30万元人民币的家庭年复合增长率达到38%，高于一二线城市的23%。

珠宝企业自身也正加速下沉开店，以抢占市场机遇。如以周大福珠宝品牌来看，2022财年在中国（不含港澳台）市场净开店1361家，过半数位于三线及其他城市。周大生截至2022上半年，按门店所在城市线级划分，分布在一二线的终端门店占比30.1%，分布在三四线及以下城市的终端门店占比69.9%。

**图15: 三四线城市富裕小康和大众富裕家庭占比提升 (%)**


资料来源: 麦肯锡、国信证券经济研究所整理

**图16: 周大福珠宝净开店的城市级别分布 (家)**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 为中国（不含港澳台）市场数据

从开店空间的维度看，如我们在《把握渠道扩张机遇，探寻黄金珠宝企业制胜之道》报告中分析所述，参考历史增速，我们假定2025年中国黄金珠宝人均消费达到658元，2021-2025年复合增速为4%。同样以常见的100 m<sup>2</sup>左右的黄金珠宝门店看，考虑租金、人工成本等或有所上升，以门店净利润率5%左右（不算资金成本）

测算，2025年行业可容纳的门店数量在5.73万家左右。

结合一二线龙头企业当前的门店数量看，未来在下沉市场仍有拓展空间，包括增量开店及抢占当期珠宝品牌的存量门店。而龙头企业凭借在产品力、售后保障等方面的优势则有望吸引更多的消费需求及提升客单价，从而推动行业规模增长。

表6：2025年各级别城市黄金珠宝门店单店模型测算（利润率5%所需要的年销售额）

	一线城市	二线城市（含新一线城市）	三四线及以下城市	备注
<b>营业收入</b>	2640	1944	1320	
<b>月销售额（万元）</b>	220	162	110	
<b>毛利率</b>	22%	20%	20%	
<b>毛利</b>	580.8	388.8	264	
<b>租金（元/月/m<sup>2</sup>）</b>	1259	791	408	
<b>租金合计（万元）</b>	151	95	49	
<b>员工人数</b>	8	6	5	
<b>人均工资（元/月）</b>	13966	9867	6376	参考过去五年工资增幅（人社部数据）
<b>人员工资（万元）</b>	134	71	38	
<b>装修（元/m<sup>2</sup>）</b>	6844	5740	4967	参考过去三年，迪阿公布的单位装修费用
<b>装修成本（万元）</b>	68	57	50	
<b>办公、差旅、招待等</b>	35	25	25	
<b>水电、通讯等其他</b>	35	25	25	
<b>所得税率</b>	15%	15%	15%	
<b>利润</b>	133.65	98.16	65.53	
<b>利润率</b>	5.06%	5.05%	4.96%	

资料来源：公司公告、国家统计局、国信证券经济研究所分析整理 注：二线城市含新一线

表7：2025年全国黄金珠宝门店数量测算（假定净利率5%）

	一线城市	二线城市（含新一线）	三四线及以下城市
<b>人均消费（元）</b>	950	722	562
<b>人口数量（万人）</b>	8,327	42,600	90,250
<b>总消费额（万元）</b>	7,908,316	30,748,670	50,740,263
<b>黄金珠宝门店年销（门店）</b>	2640	1944	1320
<b>层面净利率5%）</b>			
<b>可容纳门店数量</b>	2996	15817	38440

资料来源：欧睿国际、公司公告、各地统计局、国信证券经济研究所分析整理 注：二线城市含新一线，假定人口数量不变

其次在产品力方面，目前消费者购买黄金饰品时，除看重保值增值功能外，也更为关注其饰品特征，对于工艺设计感有了更高的期待，尤其是年轻消费者崛起，更为注重产品的个性化和设计美感。在此背景下，各品牌方也在积极改进黄金生产技术，进行创意设计及研究，以契合终端消费者需求，如古法金、3D硬金和5G黄金等多种黄金饰品近年受到消费者的青睐。

具体来看，普通黄金产品易变形且产品款式单一，而古法金饰品传承传统古法手工制金工艺，风格更加国潮化，做工更加细腻精致、呈现质感更加独特；3D硬金饰品硬度高，产品具备立体感；5G黄金饰品硬度高、质感足、款式时尚感强。

**表8: 不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别**

产品品类	工艺	产品特点	主要消费群体
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高，产品易变形；产品款式单一	消费群体覆盖广泛
古法金饰品	以传统古法手工制金工艺为主，辅以现代机械加工工艺	古色古香，整体呈现哑光质感；细节处理更加精致；融合传统元素，更具文化内涵和收藏价值	消费群体覆盖广泛，但由于平均客单价较高，主力消费人群为消费能力较强的30-45岁人群
3D硬金饰品	现代机械加工工艺	同体积下重量仅为普通足金的30%；硬度高，不易变形，具有高耐磨性；极具立体感	以年轻时尚消费人群为主
5G黄金饰品	现代机械加工工艺	耐磨性强、纯度高、韧性强、硬度高、重量轻、质感足、色泽亮、款式时尚感强	以年轻时尚消费人群为主

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、国信证券经济研究所整理

从实际消费数据看，以古法金为例，据中国珠宝玉石首饰行业协会统计数据，2017-2019年，普货黄金饰品的市场份额从75.15%降至2019年的50.20%，反之，古法金饰品的市场份额从1.6%快速增加至12.17%，3D硬金饰品的市场份额从23.25%增加至24.36%。对于企业而言，在同质化较为严重的黄金产品零售行业，设计属性更强的产品有助于提升企业差异化竞争优势，定价也相对更高从而提升毛利率。

### 竞争格局：龙头企业把握扩张机遇，集中度稳步提升

黄金珠宝行业形成了进口品牌、中国香港品牌和中国品牌三足鼎立的局面，其中高端市场以Cartier、Tiffany、宝格丽等国际大牌为主，中高端市场竞争相对激烈，主要包括老牌中国香港品牌周大福、周生生以及中国品牌周大生、老凤祥、潮宏基等，以及DR等特色钻石品牌，萃华珠宝、菜百首饰等部分区域性珠宝品牌。

当前在市场竞争层面，整体珠宝行业看，中国珠宝首饰市场以国产头部品牌为主，据欧睿统计数据（Brand Shares of Jewellery），以销售金额统计的2022年市占率前三的品牌分别为周大福（11.8%）、老凤祥（7.9%）、老庙（3.7%）。总体上，龙头企业的渠道能力、产品工艺和品牌优势凸显，取得领先行业的增速，疫情也客观上加速了行业洗牌。据欧睿国际数据，2022年中国珠宝首饰行业CR5达到28.1%，较2019年提升7.4pct。

**表9: 中国珠宝零售市场主要品牌的市占率（%）**

排名	品牌	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)	2021 (%)	2022 (%)
1	周大福	5.1%	5.2%	6.0%	6.5%	7.1%	7.6%	11.2%	11.8%
2	老凤祥	5.3%	5.1%	5.7%	6.2%	6.7%	7.5%	7.9%	7.9%
3	老庙	2.6%	2.2%	2.2%	2.4%	3.0%	3.5%	3.6%	3.7%
4	梦金园	2.8%	2.6%	2.7%	2.5%	2.6%	2.3%	2.7%	2.8%
5	周大生	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.7%	1.9%
6	周生生	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.9%	1.7%
7	蒂芙尼							1.3%	1.5%
8	卡地亚	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	1.1%	1.4%	1.3%
9	梵克雅宝	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.9%	0.9%
10	六福珠宝	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
11	DR	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.7%
12	潮宏基	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%

资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

## 公司分析：渠道及产品布局领先行业，机制改善释放活力

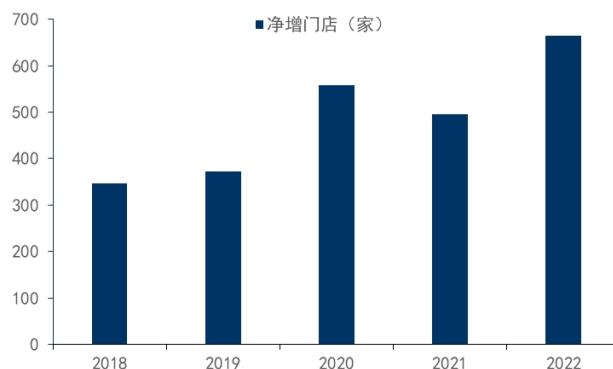
公司作为拥有百年历史底蕴的黄金珠宝龙头，品牌积淀深厚，近年来亦积极进行国企改革以激发经营活力和创新思维：1) 渠道端走“品牌联动”、“立体式经营”的新路，坚持自营银楼、合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”的立体营销模式；2) 产品端注重自研设计，以优秀工艺设计师、自有时尚创意中心为优势，丰富黄金珠宝产品体系，打造差异化竞争优势。3) 经营端，不断完善经营体制改革，优化激励机制，推进管理团队的市场化，持续激活企业效益。

公司整体形成了从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产能力，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地，并涉足博物馆、典当行、拍卖行等配套领域，整体产业规模化优势明显。未来，公司依托强大品牌积淀，通过机制的不断优化完善，有望力争在“十四五”期末实现销售收入超千亿元、进入全球奢侈品百强公司前十位的规划目标。

### 渠道端：逆势扩张能力优异，自营+加盟开拓市场

在前期疫情影响以及品类变化等因素下，当前行业整体集中度处于提升阶段，行业龙头有望借此机会加速渠道拓展抢占市场。**老凤祥在此机遇下持续扩张门店，2020/2021/2022年疫情下分别净开557/495/664家，体现了龙头企业的经营韧性，逆势扩张了市场份额。**

图17：老凤祥疫情下逆势扩张门店



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

具体渠道扩张策略看，公司采取自营与加盟相结合的方式，其中自营银楼利于公司品牌形象塑造及精准把握消费者数据和偏好。此外，加盟店是公司快速扩张重要伙伴，公司下设合资公司，直接负责管辖区域的销售、收款、市场开拓等日常经营管理事务，总公司授予其招商代理权，加盟资格由上海总公司审定，由总公司审批。公司近年来加盟店持续扩张，2020/2021年分别净开561家/489家，2022上半年净开108家。

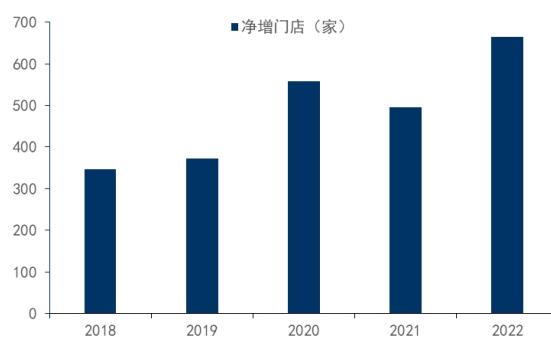
此外，在门店运营中，公司致力于提升顾客购物体验，从商品布局、门店服务、精品展示和主题活动等方面给消费者全新体验；同时推进网络直播、会员商城等新销售方式，发展多元化销售渠道，吸引年轻客户群体。

图18: 老凤祥银楼



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图19: 老凤祥加盟店持续扩张



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

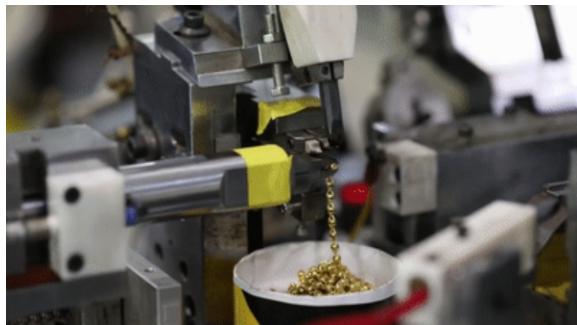
### 产品端：自有设计打造差异化优势，工艺美术大师团队独具匠心

在黄金珠宝行业多实行外包设计、生产的情况下，公司自有黄金、珠宝首饰专业加工基地，包括老凤祥东莞珠宝首饰有限公司、老凤祥（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司两家设计生产基地，有助于提升公司产品创新研发、自营生产和自我盈利能力。公司 2019 年曾公布不同生产模式的产量占比，黄金产品中 48.13% 来自自产，51.87% 来自委托加工；镶嵌产品中 45.55% 来自自产，54.45% 来自委托加工。

具体来看，公司持有老凤祥东莞珠宝首饰有限公司 51% 股份，该公司在东莞拥有现代化、数控化的黄金工厂，突破了黄金珠宝行业手工加工的传统，有效地提升了生产效率、加工精度和产品实物质量，形成了现代化、数控化的产品链，为品牌自主研发、生产，进一步延伸产业链、突出势奠定了坚实的基础。

此外，针对产品的时尚工艺，公司 2022 年投产运营了老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心。该中心拥有倒模、油压、古法、5G 镜面、CNC、机织链等生产线，组建了工艺研发中心，自主研发设计、3D 建模、3D 打印到金版制作，截至 2022 年 8 月，获得专利总数达 40 件。未来，公司也将重点协调东莞和海南两个生产加工基地在技术、工艺、款式、市场信息等方面联动、互补，从而促进和提升老凤祥黄金珠宝产品自主研发能力。

图20: 老凤祥东莞珠宝首饰有限公司的自动化生产



资料来源：第一地产官方公众号、国信证券经济研究所整理

图21: 老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心



资料来源：老凤祥快讯公众号、国信证券经济研究所整理

珠宝首饰离不开优异设计师，公司截至 2022 上半年，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，公司在专业领域内的中高级人才数量在业内处于领先。公司同样建立了完善的人才培训体系，积极推进“设计师、技师、制作工、营业员”四大首席聘任制和一、二、三级的梯队递进体系，集聚人才、用好人才，建立起了“利益共享、风险同担”的激励机制。

具体成效看，老凤祥金银细工制作技艺荣列“国家级非物质文化遗产”名录，金银首饰镶嵌技艺被认定为“上海市优秀传统技艺”。公司的品牌价值也处于行业头部地位，2021 年老凤祥品牌位列德勤公布的全球奢侈品力量排行榜第 15 位；“老凤祥”品牌连续 17 年蝉联世界品牌大会“中国 500 最具价值品牌”。且在 2022 年首次入围“全球高档和奢侈品牌价值 50 强”（英国评估机构 Brand Finance 发布），排名 28 位，是大中华地区珠宝首饰行业唯一入选的中国品牌。

### 经营端：持续推进机制改善，进一步激活企业潜力

如前文所述，老凤祥有着深厚的品牌底蕴，以及完善的渠道布局和差异化的产品设计，通过多年深耕在国内黄金珠宝市场中取得了领先的市场地位。这一过程也离不开公司不断改善的内部机制改革。而在未来，随着当前市场环境变化的加快，公司也需要不断积极进取，以更加完善的管理机制，灵活应对不断变化的竞争环境，实现公司业绩的持续稳定成长。

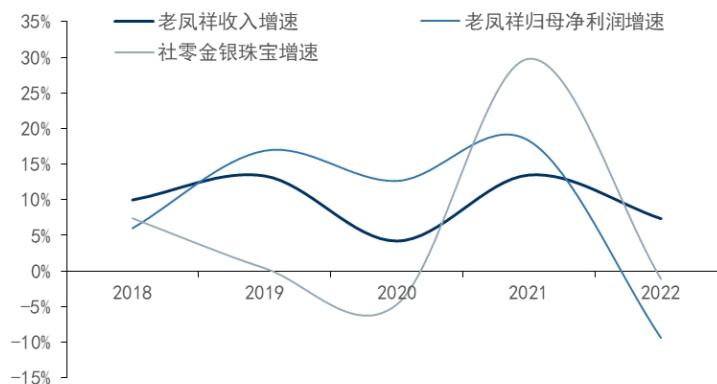
表10：老凤祥持续推进管理机制改善

年份	事件
1996 年	老凤祥有限进行了股权改造，职工以现金和历年工资结余形式出资入股，人人持有股份
2002 年	国企三年改革脱困时期，下岗分流员工股权由核心管理团队和技术团队接手。
2009 年	第一铅笔向黄浦区国资委增，再度获得老凤祥有限 27.57% 股权后，上市企业第一铅笔更名为老凤祥股份
2018 年	双百行动前，老凤祥有限 70% 以上的持股人已超过退休年龄，股权固化。
2018 年	双百行动，由国新上海公司统筹协调，发起设立 30 亿元老凤祥专项基金，收购职工持股权会及自然人持有的 21.99% 股份。其中石力华等 38 名经营技术骨干将所得股权转让款的 50%，合计 4.74 亿元参与老凤祥专项基金投资。
2020 年	推行职业经理人制度，首批下属钻石加工有限、珠宝首饰有限和中国第一铅笔等 3 家试点团队签署了为期三年的经营管理契约。
2022 年	已完成第三批职业经理人选聘和签约工作，上海工美拍卖行等二级企业的股权结构调整优化也在稳步推进中。并将择机继续推动公司 B 转 H 股

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会官网、新浪网，国信证券经济研究所整理

总体来看，我们认为未来老凤祥在公司治理机制改善上在两个方面有望实现进一步深化：**一是，激励机制的进一步优化。**2018 年，老凤祥经过积极争取，入选国企改革“双百行动”，仅用了 5 个月时间，就平稳解决了老凤祥有限公司股权固化问题。而根据《国资报告》杂志报道，时任公司董事长的石力华曾表示，“条件成熟时，公司将在符合相关法律法规和监管部门要求的前提下，探索推进新的股权激励机制，稳固核心团队，激活企业发展的内生动力。”**二是，管理团队职业化和市场化。**2020 年开始，公司已经陆续在旗下公司实施了职业经理人的选聘工作，未来公司有望通过逐步完善市场化的经营机制，吸引优秀管理团队，从而保障公司战略的前瞻性，和经营执行的有效性。

图22: 老凤祥“双百行动”以来经营效益稳步向好



资料来源：公司公告、国家统计局、国信证券经济研究所整理

**而从当前国企改革的大背景来看。**国有企业一直都是国家经济发展的重要支撑，从十八届三中全会以来，国企改革不断深化，取得了众多成果，并很大程度上激活了相关企业的发展效率。其中混合所有制改革、股权激励等手段成为了激发国企经营效率的重要手段。近年来有较多国有企业开始逐步推进市场化的考核机制，提升员工积极性，加速对公司发展项目的落地进程。其中，上海国资国企在改革中，按照党中央、国务院关于混合所有制改革有关政策要求，结合上海地方国有企业实际，坚持把“混”作为重要手段，把“改”作为关键支撑。目前，混合所有制企业已成为上海地方国有企业中最有活力、最有实力、最有发展潜力的部分。

表11：十八届三中全会后国企改革五个阶段

阶段	重要措施
2013-2015	《关于深化国有企业改革的指导意见》，“1+N”顶层设计
2016-2018	“十项改革试点”，第一、第二、第三批混改试点相继推出
2018-2020	“双百行动”实施，第四批混改试点推出
2020-2022	《国企改革三年行动方案》
2023至今	坚持“一个目标”，用好“两个途径”，发挥“三个作用”

资料来源：国务院国资委、国信证券经济研究所整理

而根据今年2月召开的上海市国资国企改革发展暨党建工作会议。2023年，上海将要牢牢把握高质量发展主题，以推动国有经济提质增量为总目标，以建设世界一流企业为总抓手，以深化“1+3+N”国资监管体制改革为总推手，努力推动国有资本和国有企业做强做优做大，力争全年主要经营指标增速6%以上。同时，上海要稳妥推进混合所有制改革，支持企业适时引入高匹配度、高认同感、高协同性的战略投资者。持续推进员工持股试点。完善中国特色现代企业制度，健全市场化经营机制。深化职业经理人薪酬制度改革，继续实施一批股权类或现金类激励计划。

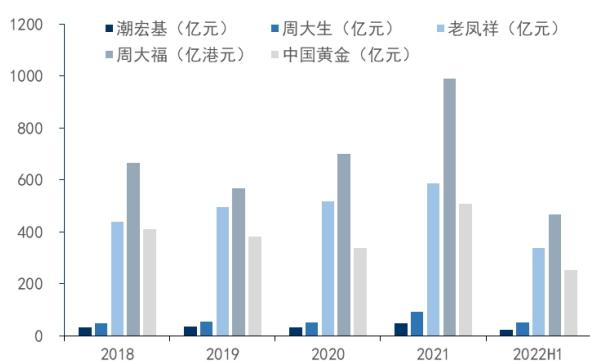
# 财务分析及对比：规模及经营韧性领先行业

## 经营规模和成长性分析

收入规模方面，公司2019–2021年营业收入分别为496.29/517.22/586.91亿元，收入增速分别为13.35%/4.22%/13.47%。公司营收规模在可比公司中位居第二，疫情期间营收增速仍保持稳定，2022年上半年公司营业收入为337.40亿元，同比增长6.80%，彰显了行业龙头企业的经营韧性和抗风险能力。归母净利润看，老凤祥的归母净利润规模同样仅次于周大福，公司2019–2021年归母净利润分别为14.08/15.86/18.76亿元，整体增速平稳。

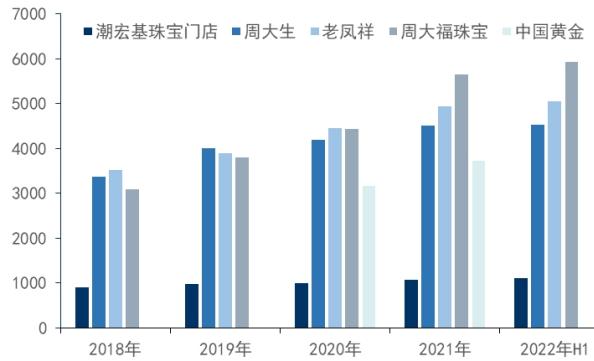
从门店数量上看，近年公司深耕渠道拓展，营业网点数量逐年增加。截至2022年上半年，公司门店数量共达5055家，在可比公司中位居第二。

图23: 老凤祥可比公司营业收入对比（亿元、亿港元）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注：周大福为截至次年3月年度数据

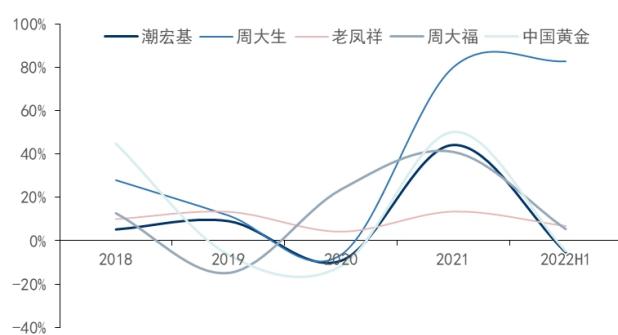
图24: 老凤祥可比公司黄金珠宝门店数量对比（家）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

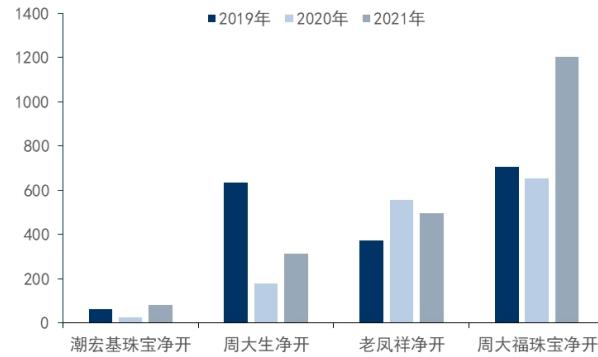
从成长性看，公司2018–2021年收入复合增速为10.3%，在可比公司中处于中等偏下，不过疫情下收入增速仍保持稳健，2022上半年增长6.8%，在可比公司中处于较高水平。2018–2021年归母净利润复合增速为15.92%，在可比公司中处于中等偏上水平。

图25: 老凤祥可比公司营业收入增速对比（%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注：周大福为截至次年3月年度数据

图26: 老凤祥可比公司黄金珠宝门店开店速度对比（家）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

此外，从开店指标看，公司 2019–2021 年分别净开店 372 家/557 家/495 家，2022 年疫情反复下仍逆势净开 664 家。整体开店在可比公司中处于中高水平。

## 盈利能力分析

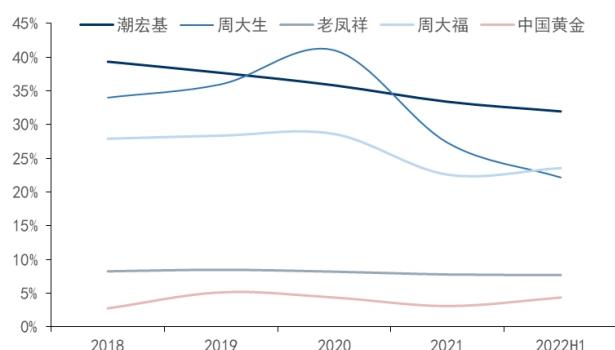
毛利率方面各公司受产品结构差异影响而有所不同，一般而言，钻石镶嵌毛利率较高，较高的可达到 60%以上，黄金产品毛利率多低于 20%，其中一口价和按克销售产品存在一定差异。具体来看：

老凤祥整体毛利率在 8%左右，其中黄金首饰业务毛利率 9%左右，在可比公司中处于较低位置，整体受到产品结构影响。公司以黄金产品销售为主，从销量维度看，公司 2021 年黄金+铂金共计销售 145 吨，其中黄金销售达到 144 吨。此外，公司黄金交易业务仍占有一定比重，2021 年占比 19%，该业务毛利率基本在 1%左右。这点从可比公司中国黄金亦可以看出，该公司 2021 年黄金产品销售收入占比达到 98.6%，且开展投资金条业务，2021 年毛利率仅 3.09%。

而其他可比公司的镶嵌/K 金等毛利率较高的产品均占有一定比例，如潮宏基 2021 年时尚珠宝首饰收入占比 60%，周大生 2021 年镶嵌首饰收入占比 24.34%，且周大生开展轻资产运营的品牌使用费模式，收入占比 7.58%，毛利率 100%。

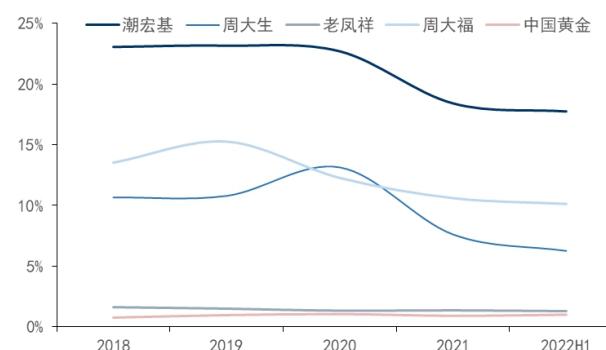
费用率方面，从商业模式来看，直营模式下一般费用率较高，品牌商需自行承担门店人员工资、租金、水电等。此外，产品维度看，黄金产品消费者接受度高，主动购买意愿强，销售费用一般低于其他品类。基于以上分析，公司销售费用率显著低于可比公司，仅为 1.3%–1.5%左右。管理费用率不到 1%，亦优于可比公司。

图27：老凤祥可比公司毛利率对比（%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注：周大福为截至次年 3 月年度数据

图28：老凤祥可比公司销售费用率对比（%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注：周大福为截至次年 3 月年度数据

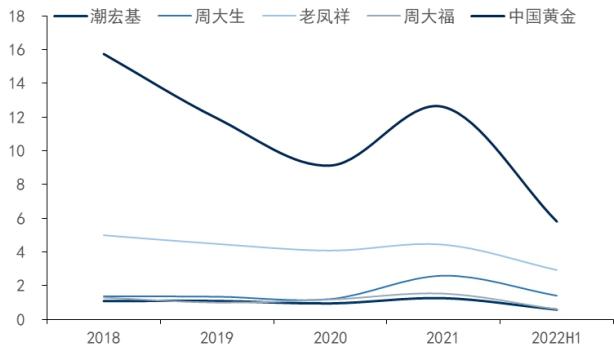
## 营运能力分析

从主要营运指标上看，存货周转方面，老凤祥 2019–2021 年存货周转率分别为 4.47/4.08/4.43 次/年，处于行业中上游水平。从产品属性的角度看，黄金产品销售周期相对较短，周转速度快，尤其是金条类产品，这其中中国黄金 2021 年存货周转率达到 12.6 次/年。

应收账款周转方面，黄金珠宝行业加盟模式一般先款后货，应收账款周转天数较低，老凤祥 2019–2021 年应收账款周转天数仅 2.96/1.82/1 天，优于可比公司。体现了公司加盟店占比高的特点，2019–2021 年占总店数的比重分别为

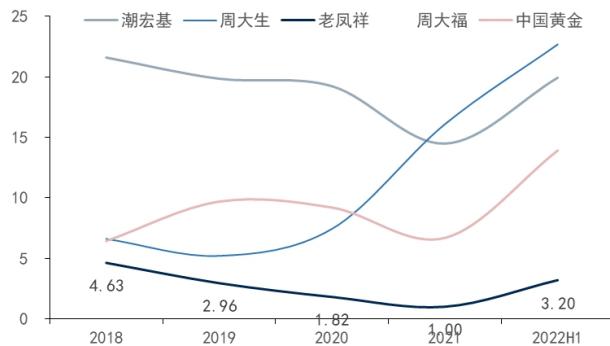
95.27%/95.96%/96.24%，以及对于加盟商回款的高效管理。

图29: 老凤祥可比公司存货周转率对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 周大福为截至次年3月年度数据

图30: 老凤祥可比公司应收账款周转天数对比

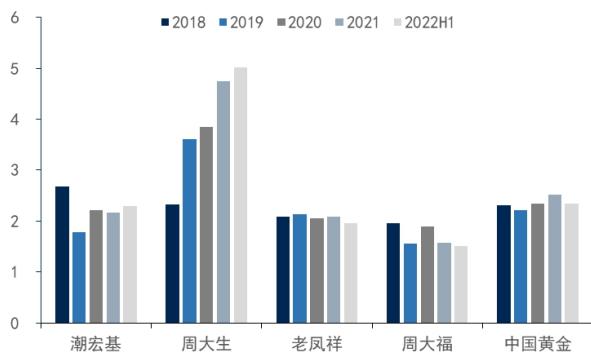


资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 周大福为截至次年3月年度数据

## 偿债能力分析

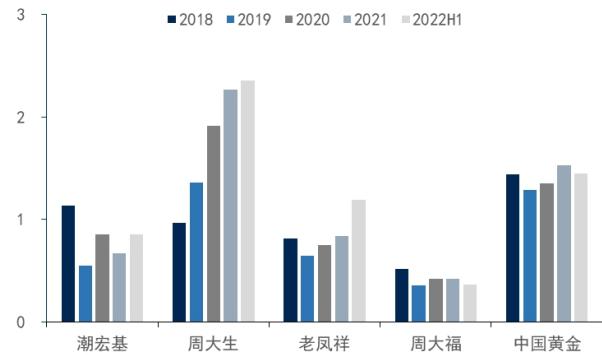
2019–2021年，老凤祥资产负债率稳定在51%左右，公司负债主要包括短期借款及一年内到期的长期借款等。流动比率基本稳定在2左右，2019–2021年分别为2.13/2.05/2.08；速动比率2019–2021年分别为0.65/0.74/0.84，虽然在1以下，但整体稳中有升，且考虑公司加盟模式先款后货下应收账款较少，存货以黄金、铂金、白银等原材料以及珠宝首饰为主，公司整体偿债能力稳健。

图31: 老凤祥可比公司流动比率对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 周大福为截至次年3月年度数据

图32: 老凤祥可比公司速动比率对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 周大福为截至次年3月年度数据

# 盈利预测

## 假设前提

盈利预测基于以下假设条件：

- ◆ 收入端，我们分业务进行分拆预测

**1、珠宝首饰业务：**该项业务为公司核心业务，未来也将是推动公司成长的主要业务。首先在开店方面，预计公司仍将通过加盟模式实现下沉扩张，从而积极把握行业集中度提升机遇。不过整体节奏上，预计公司同时强化对于单店效益的重视，我们出于谨慎考虑，预计加盟店开店节奏略有放缓，预计 2022-2024 年分别净开加盟店 658 家/550 家/480 家。自营店方面，主要是品牌形象塑造的重要依托，预计开店节奏稳健，2022-2024 年分别净开 6 家/5 家/5 家。

从单店收入水平看，如前文行业分析部分所述，后疫情时期黄金珠宝整体需求旺盛，尤其是兼具保值和时尚感的黄金品类，公司凭借品牌力及优异产品设计有望在后疫情时期获得较好的复苏表现。总体上，预计公司珠宝首饰业务 2022-2024 年分别实现营业收入 536.84/625.35/701.54 亿元，分别同比增长 14.56%/16.49%/12.18%。

**2、黄金交易业务：**公司该项业务主要集中在黄金原材料交易，公司根据市场黄金价格与管理层预定黄金目标价格的差异情况，设置最大持仓量，以控制衍生金融工具的市场风险。我们出于谨慎考虑，预计该项业务 2022-2024 年分别同比 -10%/+15%/+5%，分别实现收入 88.67/103.12/108.27 亿元。

**3、笔类业务：**该业务主要系以“中华”商标为代表的笔类文具用品产业，2022 年多地线上授课、线下客流减少下预计收到较大影响，2023-2024 年则有望逐步恢复并保持稳健增长。预计 2022-2024 年分别实现收入 1.04/1.35/1.49 亿元。

**4、工艺品销售业务：**以“工美”知名品牌为代表，预计 2022 年同样受到疫情影响，后续销售逐步复苏。预计 2022-2024 年分别实现收入 0.62/0.8/0.92 亿元。

**5、商贸业务：**疫情期间受损较为明显，后续假定稳步复苏，预计 2022-2024 年分别实现收入 0.37/0.52/0.62 亿元。

综上所述，以及谨慎考虑其他业务，预计公司 2022-2024 年分别实现营收 630.1/732.4/813.84 亿元，分别同比增长 7.36%/16.23%/11.12%。

- ◆ 利润端，主要对毛利率及费用率进行假设预测

**毛利率方面，**预计短期随着加盟业务发展以及行业克重产品占比提升，公司珠宝首饰业务毛利率有所下降，中长期则随着品牌力持续提升、公司自有产能占比提升以及推出高附加值的设计类产品，毛利率水平有望稳步提升。

费用率方面，公司主营黄金首饰的销售，消费者认知度高、购买主动性高，销售费用投入较少。管理费用主要系工资社保及福利费、办公及装修费用等。总体上，预计 2022 年疫情下受人员工资、房租等费用刚性影响，公司整体费用率有所提升，不过后续公司经营管理机制和渠道营销不断完善下，整体营运效率提升带来费用率下降。

**表12: 老凤祥未来三年收入分拆预测（百万元、%）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	51721.50	58690.77	63,010.26	73,239.62	81,384.40
YOY	4.22%	13.47%	7.36%	16.23%	11.12%
毛利率	8.18%	7.77%	7.35%	7.76%	8.01%
一、珠宝首饰	38078.68	46859.67	53683.37	62534.95	70153.58
YOY	2.63%	23.06%	14.56%	16.49%	12.18%
加盟店数量（家）	4270	4759	5417	5967	6447
净开	561	489	658	550	480
自营店数量（家）	180	186	192	197	202
净开	-4	6	6	5	5
平均单店收入	8.56	9.48	9.57	10.15	10.55
YOY	-10%	11%	1.00%	6%	4%
二、黄金交易	13015.21	11208.15	8966.52	10311.50	10827.07
YOY	19.86%	-13.88%	-20.00%	15.00%	5.00%
三、笔类	243.21	259.77	103.91	135.08	148.59
YOY	-20.68%	6.81%	-60.00%	30.00%	10.00%
四、工艺品销售	83.94	91.92	61.59	80.06	92.07
YOY	-18.67%	9.51%	-33.00%	30.00%	15.00%
五、商贸	136.28	73.78	36.89	51.64	61.97
YOY	-4.83%	-45.86%	-50.00%	40.00%	20.00%
六、其他	164.19	197.48	157.99	126.39	101.11
YOY	-85.24%	20.28%	-20.00%	-20.00%	-20.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

## 未来三年业绩预测

综合以上假设预测，我们预计公司2022-2024年分别实现营收630.1/732.4/813.84亿元，分别同比增长7.36%/16.23%/11.12%；分别取得归母净利润17.21.56/25.22亿元，分别同比-9.38%/+26.80%/+16.97%。

**表13: 老凤祥未来三年盈利预测（百万元、%）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	51721.50	58690.77	63010.26	73239.62	81384.40
YOY	4.22%	13.47%	7.36%	16.23%	11.12%
营业成本	47488.53	54130.01	58376.00	67558.75	74865.21
销售费用	687.79	797.15	916.72	1081.74	1200.73
管理费用	427.12	401.69	421.78	485.04	538.40
研发费用	20.01	30.80	35.42	41.09	46.02
财务费用	289.39	266.55	213.24	255.89	294.28
归母净利润	1586.02	1876.31	1700.23	2155.93	2521.72
YOY	12.64%	18.30%	-9.38%	26.80%	16.97%
EPS	3.03	3.59	3.25	4.12	4.82
ROE	19.91%	20.41%	17.78%	21.34%	23.46%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测 注：2022年为公司业绩快报数据

## 盈利预测的敏感性分析

公司主要收入来源为珠宝首饰业务，考虑到消费复苏情况对于门店扩张及单店效益均可能产生影响，其中影响较大预计在于加盟商开店能力和积极性上，故我们结合上文的假定对公司盈利预测进行情景分析：1) 乐观假设下2023/2024年分别净开加盟店620/550家，平均单店收入分别同比+8%/+6%；2) 中性假设参考前文

盈利预测；3) 悲观假设下 2023/2024 年分别净开加盟店 500/450 家，平均单店收入分别同比+5%/+3%。具体对应盈利预测如下表：

表14: 老凤祥盈利预测的情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	51,721.50	58,690.77	63,010.26	75,143.09	85,616.57
(+/-%)	4.22%	13.47%	7.36%	19.26%	13.94%
归母净利润(百万元)	1586.02	1876.31	1700.23	2230.20	2661.55
(+/-%)	12.64%	18.30%	-9.38%	31.17%	19.34%
摊薄 EPS	3.03	3.59	3.25	4.26	5.09
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	51,721.50	58,690.77	63,010.26	73,239.62	81,384.40
(+/-%)	4.22%	13.47%	7.36%	16.23%	11.12%
归母净利润(百万元)	1586.02	1876.31	1700.23	2155.93	2521.72
(+/-%)	12.64%	18.30%	-9.38%	26.80%	16.97%
摊薄 EPS(元)	3.03	3.59	3.25	4.12	4.82
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	51,721.50	58,690.77	63,010.26	72,147.20	79,226.31
(+/-%)	4.22%	13.47%	7.36%	14.50%	9.81%
归母净利润(百万元)	1586.02	1876.31	1700.23	2054.20	2337.73
(+/-%)	12.64%	18.30%	-9.38%	20.82%	13.80%
摊薄 EPS	3.03	3.59	3.25	3.93	4.47

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测 注：2022 年为公司业绩快报数据

## 估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间

### 绝对估值：67.1-73 元/股

首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

从行业层面看，公司主营黄金珠宝品类，可选属性较强，对经济波动较为敏感，过去几年一定程度上受到疫情冲击，但是中长期看行业规模仍有望实现稳健增长。具体而言：宏观角度中等收入群体扩大+消费回流趋势，共促珠宝消费增长；同时下沉市场的珠宝消费崛起及整体消费场景从婚嫁朝着悦己、送礼等多元化发展；供给端全渠道带来的优质购物体验、品牌方提升产品设计美感，符合当前悦己式消费方向，从而推动终端消费实现持续的量价增长。

从公司层面看，公司作为老牌黄金珠宝龙头，短期率先收益消费复苏，且受益金价稳步增长趋势，同时在行业集中度提升的历史机遇期有望通过渠道网络拓展、品牌建设强化而获得更大的市场份额和产业链议价能力。按照行业和公司的发展思路，我们预期公司 2022-2024 年收入复合增速达到 13.65%，此后受益消费复苏增长、集中度提升及产品工艺提升，仍有望保持稳健增长，并出于谨慎考虑，预计增速逐年放缓。毛利率及费用率则如前文盈利预测所述，中长期看呈现稳步向好趋势。

**表15: 公司盈利预测假设条件 (%)**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	13.47%	7.36%	16.23%	11.12%	10.00%	8.00%	6.00%	5.00%
营业成本/营业收入	92.23%	92.65%	92.24%	91.99%	91.90%	91.90%	91.80%	91.60%
管理费用/营业收入	0.68%	0.67%	0.66%	0.66%	0.65%	0.64%	0.64%	0.63%
研发费用/营业收入	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%
销售费用/销售收入	1.36%	1.45%	1.48%	1.48%	1.45%	1.42%	1.42%	1.40%
所得税税率	24.51%	25.64%	25.33%	25.16%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面，无杠杆 beta 系数采用申万珠宝首饰板块过去五年的 beta 算术平均数 1.03；无风险利率取 3.5%；股票风险溢价取 6.5%，债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%，由此计算得出公司的 WACC 为 9.85%。

**表16: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	1.03	T	25.64%
无风险利率	3.50%	Ka	10.20%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.24
公司股价（元）	59.42	Ke	11.58%
发行在外股数（百万）	523	E/(D+E)	78.26%
股票市值(E, 百万元)	31084	D/(D+E)	21.74%
债务总额(D, 百万元)	8635	WACC	9.85%
Kd	4.90%	永续增长率(10年后)	1.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

**表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		8.9%	9.4%	9.85%	10.4%	10.9%
永续增长率变化	2.0%	93.85	84.87	77.09	70.30	64.32
	1.5%	88.52	80.40	73.32	67.08	61.56
	1.0%	83.86	76.47	69.97	64.21	59.08
	0.5%	79.76	72.98	66.98	61.63	56.85
	0.0%	76.12	69.86	64.29	59.30	54.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析，并采用 FCFF 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理估值区间为 67.1–73 元/股，对应 A+B 股总市值 350–382 亿元。其中考虑 A 股股本占比 60.62%，对应市值 212–231 亿元，较 2023 年 4 月 17 日收盘价具有 13%–23% 的上行空间。

### 相对估值：66–74.2 元/股

可比公司选取上，目前主营黄金珠宝品牌零售并同样形成全国化布局，且近年来经营相对稳健的公司包括周大福、周大生、潮宏基、中国黄金等，我们选取这四家公司作为可比公司，并采用 PE 估值法。

如前文财务分析及对比部分所示，与可比公司比较来看，公司规模体量及市占率处于行业第二，且成长稳健，2018–2021 年归母净利润复合增速为 15.9%，在可比公司中处于中等偏上水平。此外，受产品结构差异影响，公司毛利率在可比公司

中处于中低水平，但同时周转效率领先。

综合考量下，参考可比公司估值，给予公司 2023 年 16-18 倍 PE，对应估值 66-74.2 元/股，对应 A+B 股总市值 345-388 亿元，其中 A 股股本占比 60.62%，对应市值 209-235 亿元，较 2023 年 4 月 17 日收盘价具有 11%-25% 的上行空间。

表18：可比公司估值

公司简称	股价 2023/4/17	总市值 亿元/亿港元	EPS			PE		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
周大福	16.00	1600.00	0.64	0.79	0.99	24.99	20.27	16.16
周大生	15.48	169.65	1.16	1.41	1.69	13.31	10.95	9.18
中国黄金	12.74	214.03	0.53	0.67	0.83	23.93	19.06	15.43
潮宏基	7.92	70.37	0.36	0.44	0.52	22.22	17.96	15.22
加权平均						23.70	19.19	15.40
老凤祥	59.42	310.84	3.25	4.12	4.82	18.28	14.41	12.32

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理预测 注意：周大福货币单位为港元，中国黄金、潮宏基为 wind 一致预测

## 投资建议

公司作为黄金珠宝行业老牌龙头企业，整体经营韧性强。行业层面受益于消费复苏以及集中度提升趋势，同时金价稳步上行也有助于提振终端需求，以及公司盈利表现。中长期看，公司渠道端持续推进加盟扩张以扩大市场份额；产品端持续提升研发设计能力，满足个性化消费需求；并且有望持续深化体制改革，实现经营效益进一步释放。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 17/21.56/25.22 亿元，分别同比 -9.38%/+26.82%/+16.97%（其中 2022 年为业绩快报数据，2023-2024 年前值分别为 21.79/24.37 亿元，2024 年预计黄金珠宝消费进一步向好而有所上调）。综合绝对及相对估值，给予公司 A 股对应价值 67.1-74.2 元/股，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在67.1-74.2元/股之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为3.5%、风险溢价6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为1%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的全国化珠宝零售企业周大福、周大生、潮宏基及中国黄金的PE估值指标进行比较,最终给予公司2023年16-18倍PE估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们假设公司未来3年营收分别同比增长7.36%/16.23%/11.12%,可能存在对公司开店速度及单店增长预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险;

我们预计公司未来3年毛利分别为7.35%/7.76%/8.01%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险;

我们预计公司2022-2024年分别净开加盟店658家/550家/480家,渠道扩张是推动公司业绩增长的主要因素,能存在对于加盟商开店积极性的预计偏乐观,从而业绩预测高于实际值的风险。

### 经营风险

**加盟商管理不善的风险:**公司珠宝首饰业务以加盟经营为主,加盟门店占总门店的比重在96%左右。这意味着加盟商管理不善的话可能对公司的品牌形象,门店运营造成不利影响;

**品牌集中的风险:**“老凤祥”为公司的核心资产,若品牌质量管控、产品设计未跟上市场变化,可能对公司的经营业绩、品牌力造成不利影响;

**未能准确把握销售旺季的风险:**黄金珠宝产品销售一般在春节、情人节、国庆节等节假日表现较好,若该期间销售不佳可能对全年业绩造成不利影响。且公司往往会在旺季增加产品备货,销售不及预期也可能对财务状况造成不利影响;

**人才流失的风险:**行业竞争从渠道向产品转向过程中,优秀的珠宝设计师对产品研发较为重要,若公司未能把握行业人才,可能对产品设计力造成影响。

## 行业风险

珠宝首饰具有显著的个性化和多样化消费特征，同时市场化程度高，整体竞争环境日趋激烈，不排除市场存在恶性竞争可能，从而影响竞争格局；

终端消费需求变化多样，其中黄金消费由“一口价”产品转向“克重计价”产品是推动行业集中度提升的重要逻辑，但不排除未来消费偏好变化，朝着不利于行业竞争格局优化的方向发展；

若公司遭遇行业不正当竞争，品牌理念、商标及门店设计等被冒用，可能对公司自身的品牌建设造成不利影响；

原材料价格波动风险；行业竞争加剧，出现价格战的风险。

## 财务风险

**存货管理风险：**2021 年，公司存货 125.49 亿元，占当期总资产的比例为 56%，若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。此外，公司存货为黄金、铂金、白银、钻石、翡翠、白玉等原材料，以及镶嵌首饰、贵金属首饰等库存商品。黄金原材料及库存商品随着国际金价和珠宝原料价格的大幅波动，将带来存货管理上的风险。

## 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	7200	7200	7200	营业收入	51722	58691	63010	73240	81384
应收款项	175	201	315	401	377	营业成本	47489	54130	58376	67559	74865
存货净额	11882	12549	13380	15729	17021	营业税金及附加	142	232	21	27	32
其他流动资产	795	862	1575	1831	2035	销售费用	688	797	917	1082	1201
<b>流动资产合计</b>	<b>18752</b>	<b>21011</b>	<b>22823</b>	<b>25515</b>	<b>26986</b>	管理费用	427	402	424	487	541
固定资产	377	380	391	384	374	研发费用	20	31	35	41	46
无形资产及其他	89	58	56	53	51	财务费用	289	267	230	245	273
投资性房地产	345	826	826	826	826	投资收益	24	14	0	0	0
长期股权投资	0	0	2	4	6	资产减值及公允价值变动	(57)	(22)	(10)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>19563</b>	<b>22275</b>	<b>24098</b>	<b>26783</b>	<b>28243</b>	其他收入	143	377	(35)	(41)	(46)
短期借款及交易性金融负债	7234	8289	7735	9028	8998	营业利润	2797	3232	2996	3779	4407
应付款项	480	524	607	679	751	营业外净收支	(3)	9	0	0	0
其他流动负债	1456	1288	2985	3456	3830	<b>利润总额</b>	<b>2794</b>	<b>3242</b>	<b>2996</b>	<b>3779</b>	<b>4407</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9170</b>	<b>10102</b>	<b>11327</b>	<b>13163</b>	<b>13579</b>	所得税费用	722	794	768	957	1109
长期借款及应付债券	900	900	900	900	900	少数股东损益	486	571	528	666	776
其他长期负债	79	415	525	669	866	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1586</b>	<b>1876</b>	<b>1700</b>	<b>2156</b>	<b>2522</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>979</b>	<b>1315</b>	<b>1425</b>	<b>1569</b>	<b>1766</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>10149</b>	<b>11416</b>	<b>12753</b>	<b>14732</b>	<b>15345</b>	<b>净利润</b>	<b>1586</b>	<b>1876</b>	<b>1700</b>	<b>2156</b>	<b>2522</b>
少数股东权益	1450	1668	1783	1949	2148	资产减值准备	1	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	7965	9191	9563	10102	10749	折旧摊销	45	44	40	44	48
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19563</b>	<b>22275</b>	<b>24098</b>	<b>26783</b>	<b>28243</b>	公允价值变动损失	57	22	10	20	20
						财务费用	289	267	230	245	273
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	269	(1030)	233	(2006)	(828)
每股收益	3.03	3.59	3.25	4.12	4.82	其它	111	173	115	167	199
每股红利	2.33	2.50	2.54	3.09	3.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>2068</b>	<b>1084</b>	<b>2099</b>	<b>381</b>	<b>1961</b>
每股净资产	15.23	17.57	18.28	19.31	20.55	资本开支	0	(21)	(60)	(55)	(55)
ROIC	11.84%	11.59%	11%	14%	15%	其它投资现金流	(63)	(58)	0	0	0
ROE	19.91%	20.41%	18%	21%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(63)</b>	<b>(79)</b>	<b>(62)</b>	<b>(57)</b>	<b>(57)</b>
毛利率	8%	8%	7%	8%	8%	权益性融资	11	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%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(1221)	(1310)	(1329)	(1617)	(1874)
收入增长	4%	13%	7%	16%	11%	其它融资现金流	2005	3037	(554)	1293	(30)
净利润增长率	13%	18%	-9%	27%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(720)</b>	<b>436</b>	<b>(1883)</b>	<b>(324)</b>	<b>(1904)</b>
资产负债率	59%	59%	60%	62%	62%	<b>现金净变动</b>	<b>1285</b>	<b>1441</b>	<b>154</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	3.9%	4.2%	4.3%	5.2%	6.0%	货币资金的期初余额	4320	5605	7046	7200	7200
P/E	19.6	16.6	18.3	14.4	12.3	货币资金的期末余额	5605	7046	7200	7200	7200
P/B	3.9	3.4	3.3	3.1	2.9	企业自由现金流	0	1332	2620	1003	2682
EV/EBITDA	13.7	13.5	13.4	11.2	9.8	权益自由现金流	0	4369	1895	2113	2448

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 ±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 ±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提供。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