

百年珠宝品牌历久弥新，国企改革激发新活力

——老凤祥（600612）首次覆盖

买入(首次)

2023年06月08日

投资要点：

概况：百年黄金珠宝品牌，深化国企改革激发新动力。公司主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售，旗下老凤祥是百年黄金珠宝金字招牌，2022年珠宝首饰业务贡献了近80%的收入。公司具有国企背景，2018年以来积极响应“双百行动”，推进股权多元化改革以及职业经理人制度，增添公司发展新动力。近年来公司业绩稳健增长，2013-2022年，公司营业收入/归母净利润的CAGR分别为+7.46%/+7.46%。

行业：短期金价上涨增厚企业利润，中长期渠道+产品驱动龙头市占率提升。短期来看，金价的上涨叠加经济复苏、婚嫁刚需释放以及工艺提升背景下黄金珠宝消费量扩大，行业迎来量价齐升。中长期来看，龙头企业通过扩渠道、扩品类等方法抢占市占率，行业集中度将进一步提高。

品牌：百年老字号历久弥新，品牌势能强劲。老凤祥品牌创立于1848年，延续至今已有175年历史，品牌知名度、美誉度、忠诚度处于同行业的领先地位。2013-2022年，公司品牌价值迅速上涨，从2013年的117亿元上涨至2022年的454亿元。2020年，签约陈数成老凤祥代言人，开启品牌形象新篇章，推动老凤祥品牌向年轻时尚转变。

产品：自产比例相对同行更高，提升工艺不断推出高附加值产品系列。生产方面，公司黄金珠宝首饰自产比例近50%，自产比例较同行更高，产品生产把控更为严格。东莞素金和镶嵌生产基地已形成了现代化、数控化的产品链，为品牌自主研发、生产奠定了坚实的基础。新品推出方面，公司产品年轻化，推出IP系列产品，重点发展5G金、3D硬金、古法金等技术含量和产品附加值高的系列产品，助力提升公司毛利率。

渠道：门店数量排名第二，逆势扩张抢占市场份额。公司门店数量在中国大陆地区排名第二，具有渠道优势。2011-2022年，公司平均每年净增加加盟店322家。疫情三年期间，老凤祥逆势扩店，2020年-2022年，加盟店分别逐年增加561家、489家、656家。此外，公司还积极发展线上渠道，发挥老凤祥微信公众号、抖音、小红书等新媒体效应以及直

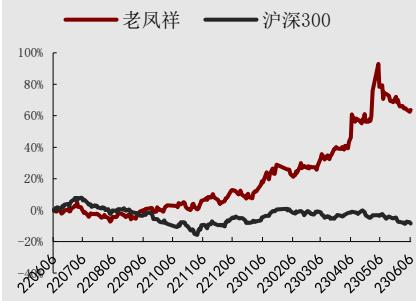
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	63010.14	73566.25	84142.03	94049.79
增长比率(%)	7.36	16.75	14.38	11.78
净利润(百万元)	1700.34	2172.39	2492.36	2856.42
增长比率(%)	-9.38	27.76	14.73	14.61
每股收益(元)	3.25	4.15	4.76	5.46
市盈率(倍)	19.27	15.08	13.14	11.47
市净率(倍)	3.23	2.89	2.60	2.31

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	523.12
流通A股(百万股)	317.11
收盘价(元)	62.62
总市值(亿元)	327.58
流通A股市值(亿元)	198.57

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：	陈雯
执业证书编号：	S0270519060001
电话：	18665372087
邮箱：	chenwen@wlzq.com.cn
分析师：	李莹
执业证书编号：	S0270522030002
电话：	15521202580
邮箱：	liying1@wlzq.com.cn

播带货、会员商城、电视购物等线上消费形式吸引年轻粉丝流量。

盈利预测与投资建议：公司旗下的老凤祥品牌创立于 1848 年，是跨越三个世纪的百年黄金珠宝品牌，门店遍布全国，建立起了品牌和渠道优势。短期来看，金价的上涨以及黄金珠宝消费场景的恢复促使黄金珠宝首饰业务量价齐升，看好公司 2023 年的业绩表现。中长期来看，随着工艺突破和设计创新，公司不断推出高附加值的新产品，毛利率有望进一步提升。在国企改革浪潮的背景之下，公司未来“三年行动计划”逐步落地，有望焕发新活力。我们预计，公司 2023-2025 年 EPS 分别为 4.15/4.76/5.46 元/股，对应 2023 年 6 月 6 日股价的 PE 分别为 15/13/11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：宏观经济波动及消费复苏不及预期风险、黄金价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

正文目录

1 概况：百年黄金珠宝品牌，深化“双百行动”激发新动力	5
1.1 “百年金字招牌”老凤祥，构筑海内外自由贸易桥梁.....	5
1.2 深化国企改革，推进混合所有制&职业经理人制度	5
1.2.1 股权改革进一步深化，强强联合增添企业发展新动力	5
1.2.2 职业经理人制度推进+董事会改选，进一步完善公司治理	7
1.3 公司业绩表现稳健，疫情影响消退后归母净利润回升	8
2 行业：短期金价上涨增厚企业利润，中长期渠道+产品驱动龙头市占率提升.....	11
2.1 中长期市场规模稳步扩大，短期金价上涨增厚企业利润	11
2.2 行业竞争格局相对分散，渠道+产品驱动龙头市占率提升	13
3 品牌：百年老字号历久弥新，新代言人现品牌新形象.....	14
3.1 百年品牌赢得众多荣誉，品牌价值快速增长	14
3.2 岁月沉淀华美，陈数成全新品牌代言人	15
4 产品：数控化赋能产品研发设计，推出高附加值产品助力提升毛利率.....	15
4.1 产品品类丰富，主打黄金品类毛利率提升空间较大	15
4.2 数控化产品链提高产品生产效率，升级设计和工艺提高附加值	17
5 渠道：门店数量排名第二，逆势扩张抢占市场份额.....	19
5.1 坚持立体营销模式，门店基数庞大	19
5.2 开设博物馆+升级新店铺形象，提升品牌调性	20
6 盈利预测与投资建议.....	22
6.1 盈利预测	22
6.2 投资建议	23
7 风险因素	24

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 核心子公司上海老凤祥有限公司股权结构变动	6
图表 3: 公司股权结构图	6
图表 4: 公司部分管理层介绍	7
图表 5: 历年来公司营业收入及同比增速	8
图表 6: 历年来公司归母净利润及同比增速	8
图表 7: 销售费用率/财务费用率/管理费用率/研发费用率情况	8
图表 8: 历年来公司毛利率和净利率情况	8
图表 9: 老凤祥 ROE 位于同行前列	9
图表 10: 主营业务收入分产品情况	10
图表 11: 历年来各产品毛利率情况	10
图表 12: 历年来营业收入分地区情况	10
图表 13: 历年来各地区毛利率情况	10
图表 14: 居民人均可支配收入稳步上升	11
图表 15: 金银珠宝类商品零售类值及同比增速	11
图表 16: 黄金珠宝行业市场规模及同比增速	11
图表 17: 部分国家和地区人均珠宝消费额（美元）	11
图表 18: 2022 年中国黄金珠宝行业市场结构	12
图表 19: 消费者购买黄金首饰用途	12
图表 20: 金饰/金条和金币消费需求	12

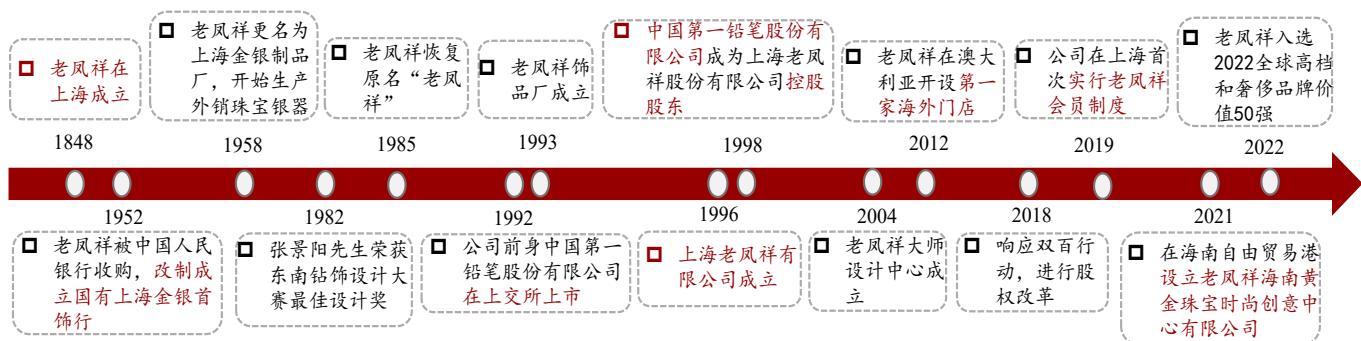
图表 21: 伦敦现货黄金价格.....	12
图表 22: 历年来黄金价格走势与老凤祥归母净利润情况.....	13
图表 23: 历年来黄金价格走势与归母净利润同比情况.....	13
图表 24: 国内黄金珠宝行业竞争格局.....	13
图表 25: 2013 年国内黄金珠宝行业各品牌份额.....	14
图表 26: 2022 年国内黄金珠宝行业各品牌份额.....	14
图表 27: 品牌荣誉.....	14
图表 28: 历年来公司品牌价值.....	15
图表 29: 2022 年老凤祥品牌价值排名靠前.....	15
图表 30: 老凤祥历届代言人.....	15
图表 31: 公司产品链系列日益完善.....	16
图表 32: 历年来老凤祥与可比公司毛利率对比.....	16
图表 33: 2022 年老凤祥与可比公司的黄金首饰及产品占比&公司毛利率情况.....	16
图表 34: 珠宝首饰中黄金、非黄金类产品销售情况.....	17
图表 35: 黄金、非黄金类产品收入占珠宝首饰收入比例.....	17
图表 36: 老凤祥黄金/镶嵌类产品自产比例.....	17
图表 37: 2019 年老凤祥与可比公司的黄金类产品自产比例.....	17
图表 38: 历年来公司专利申请及发明专利情况.....	18
图表 39: 历年来新产品销售额情况.....	18
图表 40: 近年来公司部分新产品系列.....	19
图表 41: 历年来公司门店情况.....	20
图表 42: 历年来公司加盟店/自营店情况.....	20
图表 43: 老凤祥与行业龙头近期门店数量对比.....	20
图表 44: 2022 年老凤祥与行业龙头自营店/加盟店情况对比.....	20
图表 45: 老凤祥宝玉石博物馆.....	21
图表 46: 老凤祥首进博物馆.....	21
图表 47: 首家老凤祥礼品专卖店落户外滩.....	21
图表 48: 老凤祥银楼形象升级.....	21
图表 49: 收入、毛利率拆分及预测.....	22
图表 50: 可比公司估值表.....	23

1 概况：百年黄金珠宝品牌，深化“双百行动”激发新动力

1.1 “百年金字招牌”老凤祥，构筑海内外自由贸易桥梁

跨越三个世纪的百年黄金珠宝品牌，2022年入选“全球高档和奢侈品牌价值50强”。1848年老凤祥在上海成立，1952年被中国人民银行收购改制成立国有上海金银首饰行，1992年在上交所上市。1998年，公司控股上海老凤祥股份有限公司（1996年建立）。2021年，公司设立老凤祥海南黄金珠宝时尚创意中心有限公司，构筑海内外自由贸易的桥梁。目前，公司主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售，核心板块是黄金珠宝首饰业务，旗下包含黄金、白银、铂金、钻石、白玉、翡翠、珍珠、金镶玉、有色宝石、珐琅、红珊瑚等多品类首饰，以及K金眼镜、钟表、工艺旅游纪念品等。公司稳中有进，不断扩张渠道，截止2022年末，老凤祥共计拥有营销网点5609家（含海外银楼15家）。2022年，老凤祥入选2022全球高档和奢侈品牌价值50强。

图表1:公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、新民晚报、万联证券研究所

1.2 深化国企改革，推进混合所有制&职业经理人制度

1.2.1 股权改革进一步深化，强强联合增添企业发展新动力

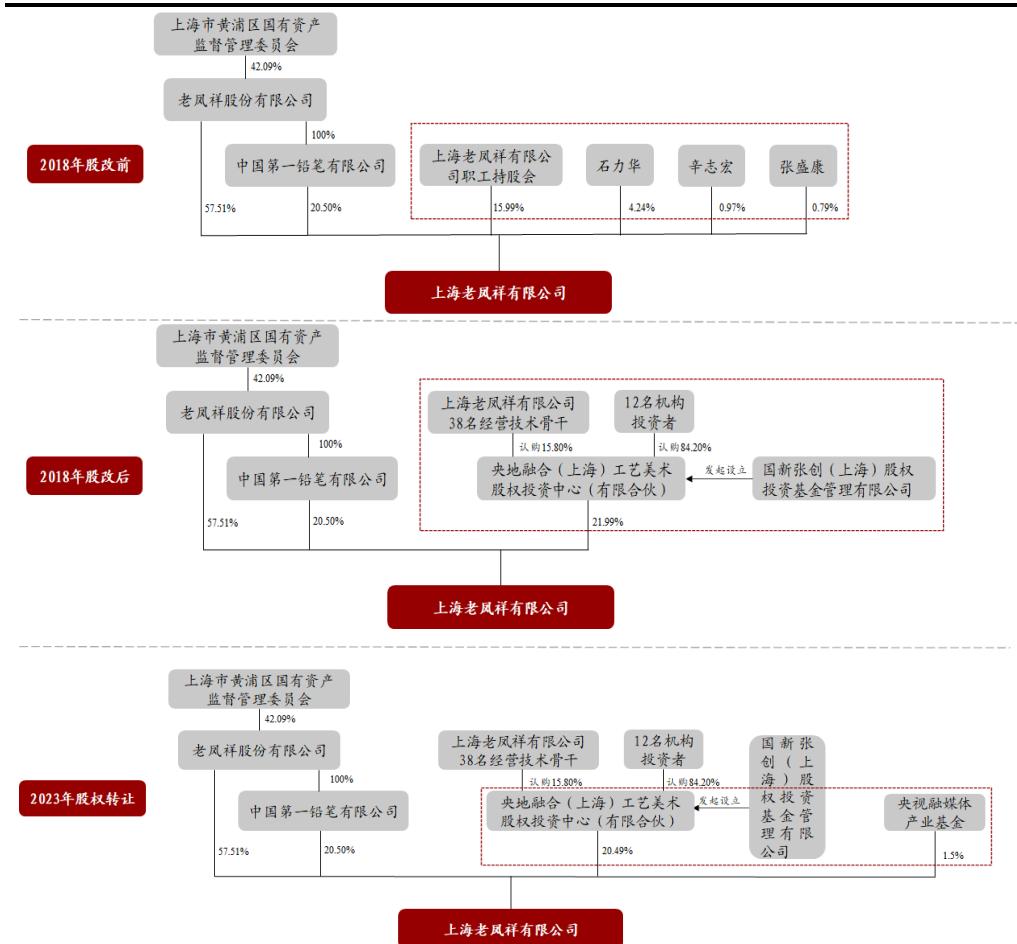
深化股权多元化改革，激发企业内生发展动力。2018年8月，公司被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单。按照工作部署，公司制订了《“双百行动”综合改革实施方案》，明确了2018-2020年度在解决历史遗留问题、实现股权多元化、完善市场化经营机制和激励约束机制等方面的改革目标、任务和举措。期间公司进行了两次股权改革：

(1) 2018年，公司引进了核心战略投资者国新张创，由其旗下工艺美术基金受让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，并由38名上海老凤祥有限公司经营技术骨干出资4.74亿元认购入伙该基金。

(2) 2019年，公司将上海老凤祥钻石加工中心有限公司9.7143%的非国有股股权转让给国新双百壹号（杭州）股权投资合伙企业（有限合伙）。

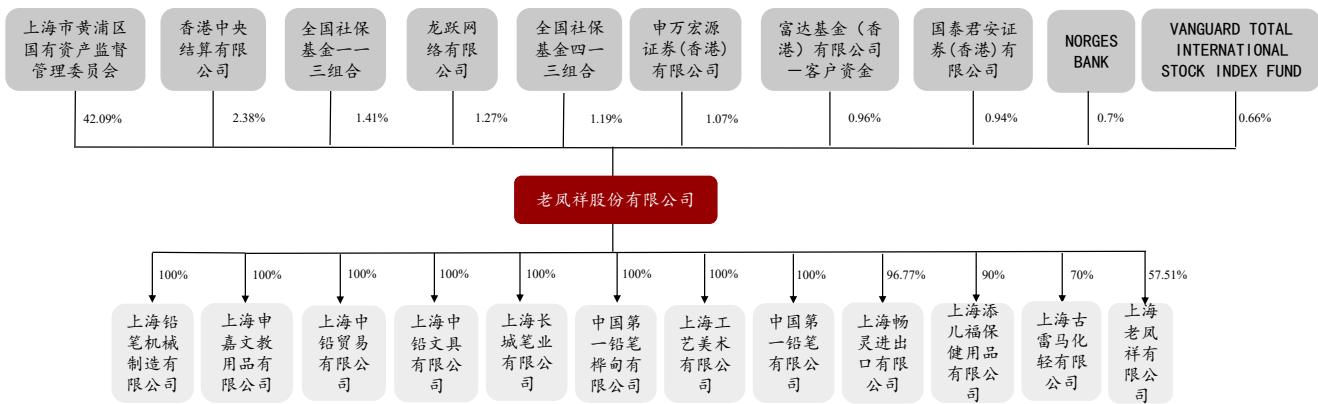
股权多样化改革有效破解了下属有关子公司股权僵化的问题，也在战略合作层面实现了强强联合，为推动老凤祥品牌逐步由民族品牌向国际品牌转型打下了坚实的基础。2023年，工艺美术基金拟将其持有的其中老凤祥有限公司1.5%的非国有股权转让给第三方央视融媒体产业基金。截止2023年6月2日，公司第一大股东为上海市黄浦区国资委。

图表2:核心子公司上海老凤祥有限公司股权结构变动



资料来源：公司公告、同花顺iFind、万联证券研究所

图表3:公司股权结构图



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：数据截至2023年6月2日

1.2.2 职业经理人制度推进+董事会改选，进一步完善公司治理

为深入推进国企改革，大力推进职业经理人制度。自2019年开始，公司逐步建立“责权明晰、奖惩分明、契约管理、流动有序”的职业经理人管理模式。2020年，公司下属钻石加工有限公司、珠宝首饰有限公司和中国第一铅笔有限公司等3家企业开始试点“职业经理人”制度。通过试点，加速形成公司经营人才、专业人才的培养和集聚态势，为公司的发展奠定人才队伍基础。截至2022年12月，公司已分两批对下属27家子公司及2家经营实体开展试点工作，企业户数占比过半。

进一步优化董事会结构，老凤祥股份于2019年完成董事会改选。2019年6月起，分别由陈智海、朱黎庭、李军担任公司独立董事、董事、董事。2019年10月起，由邱建敏担任公司董事会秘书。截至2021年底，老凤祥股份及其下属子公司中，37家应建立董事会的企业均已建立董事会。

图表4:公司部分管理层介绍

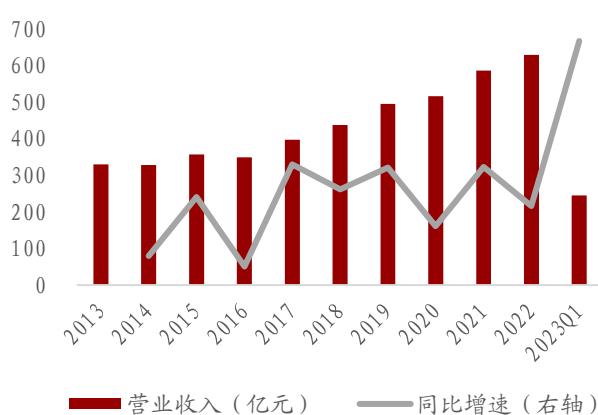
姓名	职务	年龄	个人简历
杨奕	董事长、董事	51	本科，法律硕士。曾任上海市黄浦区旅游局党组书记和副局长、上海市黄浦区政府党组成员和办公室主任。2016年6月27日至2020年6月15日老凤祥股份有限公司第八、九届董事会非独立董事、副董事长。现任老凤祥股份有限公司党委书记、第十届董事会副董事长，兼任老凤祥有限公司副董事长。
黄骅	副董事长 总经理、董事	54	本科，会计师，高级经济师。2007年4月23日至2016年4月25日期间担任公司副总经理，2008年8月18日被聘任为公司财务总监，2016年4月26日起任公司总经理。2008年5月27日至2020年6月15日老凤祥股份有限公司第六、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。
陈智海	独立董事	59	金融学博士。曾任上海世博土地储备中心处长，上海城投控股股份公司投资总监，现任上海诚鼎创富投资管理有限公司董事长/CEO。2019年6月28日至2020年6月15日任公司第九届董事会独立董事。现任老凤祥股份有限公司第十届董事会独立董事，兼职开能健康科技股份有限公司独立董事，上海新世界股份有限公司董事。
朱黎庭	董事	62	本科学历。1997年至2017年先后任上海邦信阳中建中汇律师事务所合伙人、执行主任、主任；2017年至今先后任北京国枫（上海）律师事务所管理合伙人、执行主任、主任；2019年6月至今，任上海广电电气（集团）股份有限公司独立董事以及老凤祥股份有限公司董事；2021年12月至今，任东杰智能科技股份有限公司独立董事。
李军	副总经理 董事	54	高级经济师。曾任中国第一铅笔股份有限公司贸易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，2019年6月28日至2020年6月15日担任公司第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、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，孙公司老凤祥珠宝（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。
邱建敏	董事会秘书	50	工商管理硕士，注册房地产估价师，高级经济师。曾先后在上海豫园旅游商城股份有限公司、上海格尔软件股份公司工作，2018年5月进入公司工作，先后担任公司董事会办公室副主任、主任。2019年10月24日起担任公司董事会秘书。现任老凤祥股份有限公司董事会秘书兼公司董事会办公室主任。

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

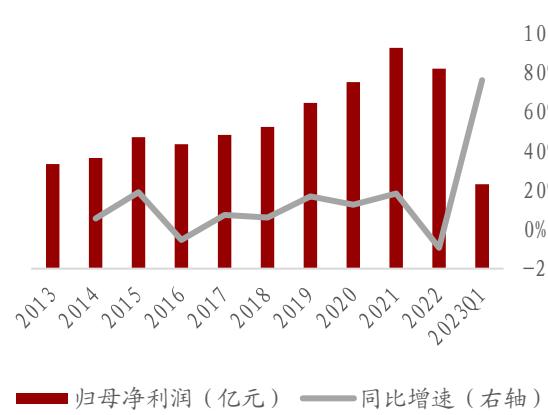
1.3 公司业绩表现稳健，疫情影响消退后归母净利润回升

近年来业绩稳步增长，疫情影响消退后23Q1净利润大增。近年来，公司业绩稳步增长。2013-2022年，公司营业收入从329.85亿元增加至630.10亿元，归母净利润从8.90亿元增加至17.00亿元，营业收入/归母净利润的CAGR分别为+7.46%/+7.46%。2016年，由于下属子公司上海老凤祥有限公司珠宝首饰收入减少，导致公司营业收入同比下滑2.10%。2019-2022年，尽管受到了疫情的影响，但公司业绩仍然保持正增长，营业收入/归母净利润的CAGR分别为+8.28%/+6.49%。随着2022年末疫情防控的放开，人民生活回归正常，经济逐步复苏，2023Q1，公司实现营业收入245.58亿元，同比+33.17%，实现归母净利润7.16亿元，同比+76.10%。未来随着消费潜力的进一步释放以及“双百行动”改革的进一步深化，公司业绩有望持续向好。

图表5:历年来公司营业收入及同比增速



图表6:历年来公司归母净利润及同比增速

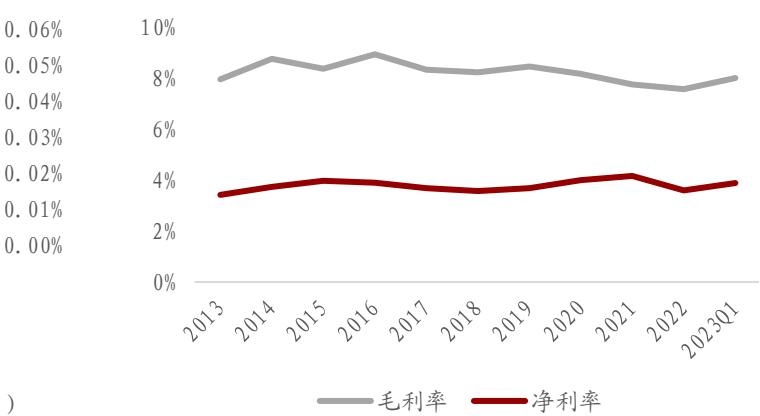
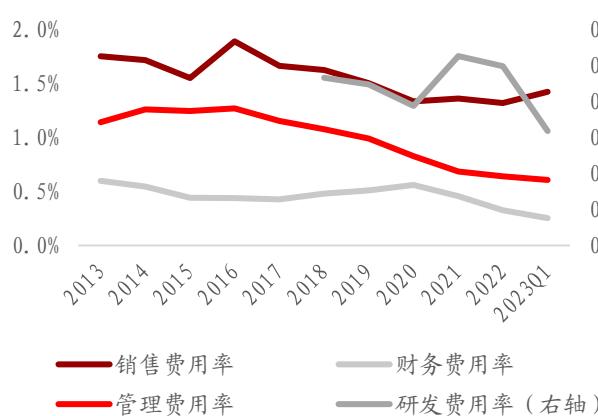


资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

利润率大体保持平稳，三项费用率呈现下降趋势。盈利水平方面，公司利润率走势平稳，毛利率稳定在7%-9%之间，净利率在3.70%附近波动。2023Q1，公司毛利率/净利率分别为8.02%/3.89%。费用率方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率呈现下降趋势，分别从2013年的1.75%/1.14%/0.60%降至2022年的1.32%/0.64%/0.32%。研发费用率较为稳定，维持在0.04%左右。

图表7:销售费用率/财务费用率/管理费用率/研发费用率情况



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

公司ROE位于同行前列，主因资产周转率和权益乘数较高。2019-2022年，公司ROE在同行中排名前二，在20%左右，拆分来看，主因资产周转率以及权益乘数较高，两项指标亦在同行中排名前二。2022年，周大福/周大生/老凤祥/中国黄金/潮宏基/周生生的ROE分别为20.85%/18.44%/17.60%/11.36%/5.64%/3.67%。其中，老凤祥的资产周转率/权益乘数分别为2.61次/2.17，仅次于中国黄金的资产周转率4.16次以及周大福的权益乘数2.61。

图表9:老凤祥 ROE 位于同行前列

公司	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
2019	周大生	22.92%	18.23%	0.92
	老凤祥	21.32%	3.69%	3.04
	周大福	14.26%	7.03%	1.11
	中国黄金	10.09%	1.18%	4.84
	周生生	6.11%	3.63%	1.18
2020	潮宏基	2.43%	2.27%	0.66
	老凤祥	21.17%	4.01%	2.82
	周大生	20.07%	19.93%	0.81
	周大福	10.16%	5.26%	0.89
	中国黄金	10.11%	1.49%	3.87
2021	周生生	4.81%	3.62%	0.91
	潮宏基	4.09%	4.46%	0.61
	周大生	21.92%	13.35%	1.34
	老凤祥	21.87%	4.17%	2.81
	周大福	21.10%	8.80%	1.08
2022	中国黄金	13.52%	1.57%	5.06
	潮宏基	10.08%	7.67%	0.86
	周生生	5.19%	2.91%	1.26
	周大生	18.44%	9.78%	1.52
	老凤祥	17.60%	3.60%	2.61

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

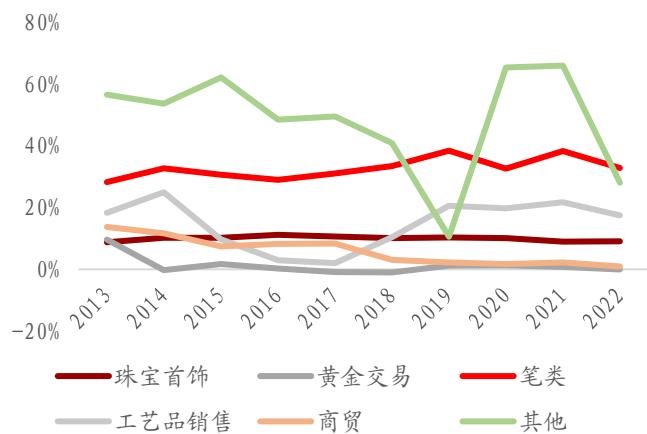
主营业务中，珠宝首饰业务收入占比高，笔类毛利率最高。主营业务收入占比方面，2013-2022年，珠宝首饰收入占比先下降后上升，从2013年的92.49%下降至2019年的74.76%，再回升至2022年的79.93%，营收占比在各项业务中最大；黄金交易业务收入占比先上升后下降，2022年营收占比为19.18%；笔类和工艺品销售的营业收入占比均减小，分别从2013年的1.40%/0.65%下降至2022年的0.32%/0.15%。毛利率方面，笔类毛利率最高，工艺品销售毛利率在19%左右，黄金交易的毛利率较低，2022年为-0.03%，珠宝首饰近年来毛利率约为9%-11%，2022年珠宝首饰毛利率为9.13%。

图表10:主营业务收入分产品情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

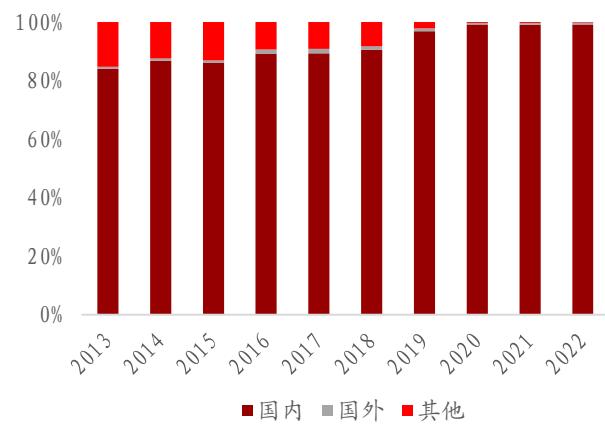
图表11:历年来各产品毛利率情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

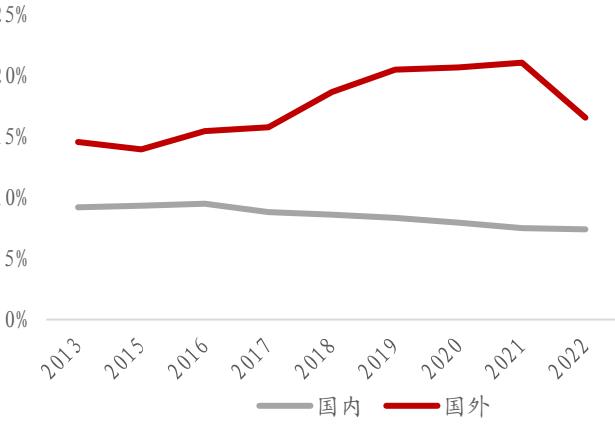
国内地区贡献超九成营收，国外地区毛利率约为国内地区的2-3倍。分地区来看，国内地区贡献了主要的营业收入，且国内地区的营收占比呈上升趋势，从2013年的84.00%上升至2022年的99.15%。2020年，海外门店受到疫情冲击，国内地区营收占比进一步上升至99.10%，此后均在99.00%以上。2013-2022年，国内毛利率下降而国外毛利率上升，两者的差异先拉大后缩小。2013年，国外毛利率是国内毛利率的1.53倍，2021年，国外毛利率是国内毛利率的2.81倍，差距逐渐拉大；2022年，二者差距有所缩小，国外毛利率是国内毛利率的2.24倍。

图表12:历年来营业收入分地区情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表13:历年来各地区毛利率情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

2 行业：短期金价上涨增厚企业利润，中长期渠道+产品驱动 龙头市占率提升

2.1 中长期市场规模稳步扩大，短期金价上涨增厚企业利润

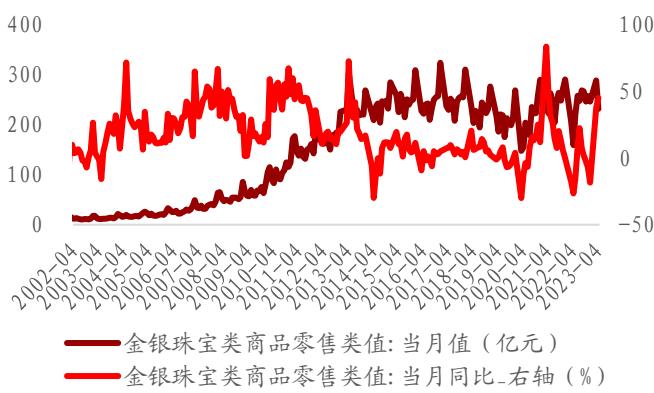
黄金珠宝消费持续增长，行业发展潜力有待深挖。近年来，我国人均可支配收入稳步增长，2013-2022年，人均可支配收入的CAGR为8.09%，消费能力逐渐增强。得益于金价上涨、消费升级、黄金珠宝多场景渗透率提升等因素，中国黄金珠宝行业市场规模逐年增加。根据Euromonitor的数据，2013-2022年，我国黄金珠宝行业市场规模从2013年的5605亿元上升至2022年的8159亿元，CAGR为3.95%。受疫情影响，2020年中国黄金珠宝市场规模为6470亿元，同比-8.52%。而后随着疫情得到逐步控制，2021年市场规模恢复至7641.74亿元，同比+18.11%。2022年，中国黄金珠宝市场规模回升至8158.98亿元，同比+6.77%，随着2022年末国内防疫政策优化放开，线下珠宝消费需求迎来强势反弹。从统计局的口径来看，2023以来，限额以上企业金银珠宝类零售额月度同比增幅逐月扩大，1-2月/3月/4月同比分别+5.9%/+37.4%/+44.7%，珠宝行业全面回暖。未来随着经济的逐步恢复，我国黄金珠宝行业规模有望进一步扩大。从人均消费的角度来看，2022年，我国人均珠宝消费仅为87.20美元，而美国/新加坡/中国香港的人均珠宝消费分别为253.50/412.20/529.30美元，相比之下，我国的人均珠宝消费还有较大的提升空间。

图表14:居民人均可支配收入稳步上升



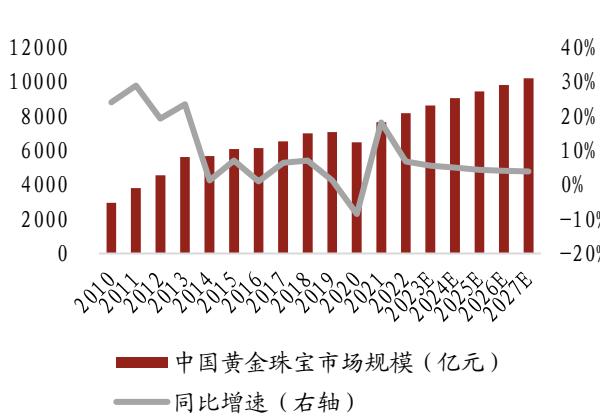
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表15:金银珠宝类商品零售类值及同比增速



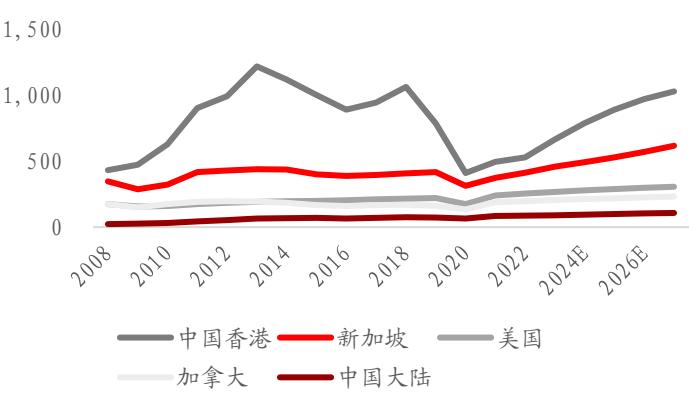
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表16:黄金珠宝行业市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

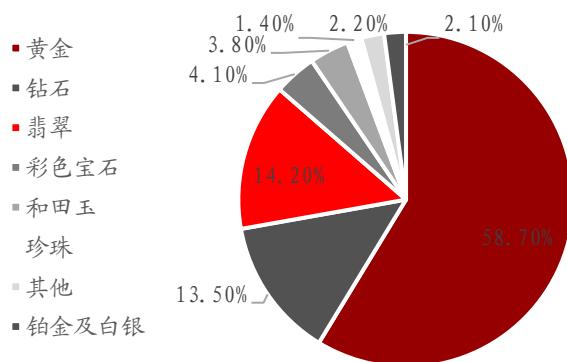
图表17:部分国家和地区人均珠宝消费额 (美元)



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

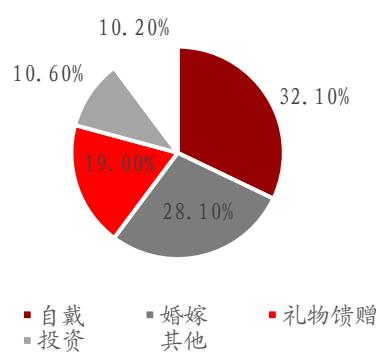
黄金品类占比最大，“悦己”观念驱动金饰消费浪潮。根据中国珠宝玉石首饰行业协会的数据，2022年，黄金品类占据了黄金珠宝行业市场的半壁江山，市场规模占比58.70%，紧随其后的是翡翠品类、钻石品类，市场规模占比分别为14.20%/13.50%。此外，根据华经产业研究院的数据，消费者购买黄金首饰的主要用途分别为自戴、婚嫁、礼物馈赠以及投资。在“悦己”观念逐渐普及的背景下，黄金首饰的自戴需求有望进一步提升，驱动黄金饰品的消费。

图表18:2022年中国黄金珠宝行业市场结构



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、万联证券研究所

图表19:消费者购买黄金首饰用途

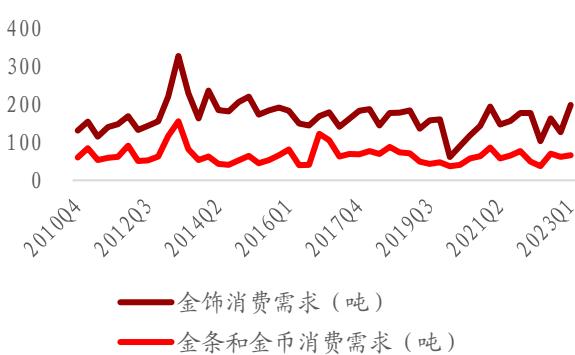


资料来源：华经产业研究院、万联证券研究所

注：上图为2020年中国黄金珠宝门店消费者的有关数据

金饰消费需求为金条&金币消费需求的2-3倍，金价上涨增厚企业利润。黄金销量方面，根据世界黄金协会的数据，2023Q1，金饰消费/金条及金币分别为197.70/65.90吨，分别同比+11.42%/+33.59%，其中，金饰消费占比为65.03%，较2022Q4进一步提升。随着人民生活恢复正常化、经济逐渐复苏，婚庆刚需释放，黄金首饰销量提升。金价方面，受地缘政治紧张局势升级、美国通胀飙升等因素影响，国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，全球经济发展速度放慢，以信用为基础的世界货币体系受到冲击。伦敦现货黄金价格自2019年初一路飙升，2021-2023年期间震荡，2020/2021/2022年黄金价格上涨跌幅分别为+24.61%/-4.33%/+0.44%，2023Q1黄金价格上涨9.15%，而后2023年4月创新近两年多的新高。伴随着黄金价格的上升，短期黄金珠宝企业的利润有望提升。以老凤祥为例，历年来黄金价格与公司的归母净利润增速呈现正相关趋势。短期金价的上涨有望增厚企业利润。

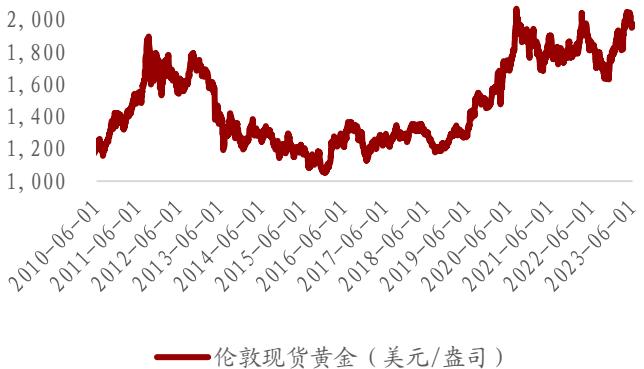
图表20:金饰/金条和金币消费需求



资料来源：世界黄金协会、万联证券研究所

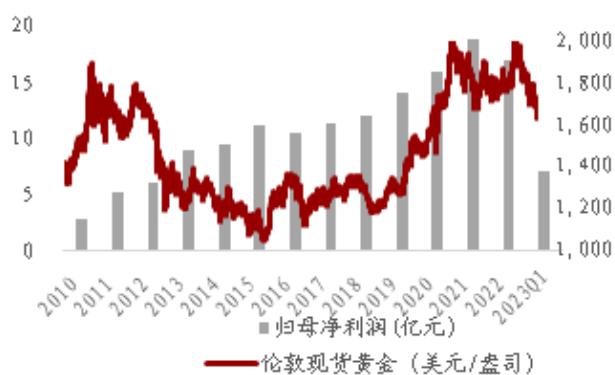
注：上述消费需求为中国大陆地区数据

图表21:伦敦现货黄金价格



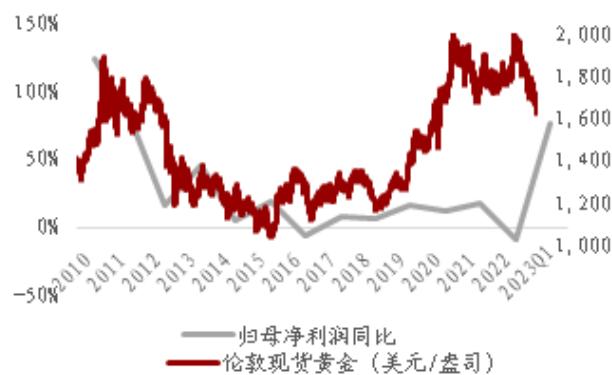
资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表22:历年来黄金价格走势与老凤祥归母净利润情况



资料来源：同花顺iFinD、公司公告、万联证券研究所

图表23:历年来黄金价格走势与归母净利润同比情况



资料来源：同花顺iFinD、公司公告、万联证券研究所

2.2 行业竞争格局相对分散，渠道+产品驱动龙头市占率提升

黄金珠宝市场呈现三足鼎立局面，渠道下沉是内资品牌的优势。从品牌类型来看，外资、港资以及内资品牌三足鼎立。从市场定位来看，外资品牌多定位于高端或者轻奢时尚珠宝，港资和内资品牌定位于传统黄金珠宝，覆盖多样化消费者群体。从渠道来看，外资品牌渠道覆盖有限，局限于一二线城市。内资品牌如老凤祥、中国黄金等渠道覆盖面相对较广，覆盖一线至四线城市。近年来，港资品牌也逐步加码渠道下沉，布局三四线城市。

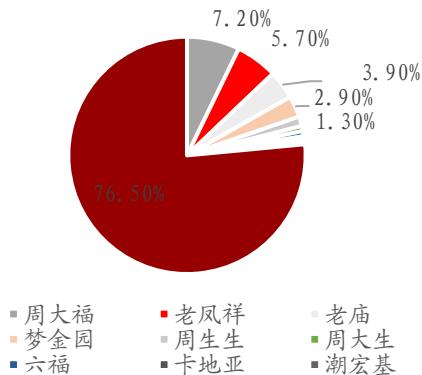
图表24:国内黄金珠宝行业竞争格局

品牌类型	品牌	定位	渠道
外资	Tiffany	高端珠宝，高消费人群及年轻群体	渠道局限一二线城市
	Cartier	高端珠宝，高消费人群	
	Pandora	轻奢饰品，年轻人群体	
港资	周大福、周生生	传统黄金珠宝，多样化消费者群体	渠道主要覆盖一、二线城市，近年来布局三、四线城市
内资	中国黄金、老凤祥、周大生、老庙等	传统黄金珠宝，多样化消费者群体	渠道覆盖一线至四线城市

资料来源：华经产业研究院、各公司公告、万联证券研究所

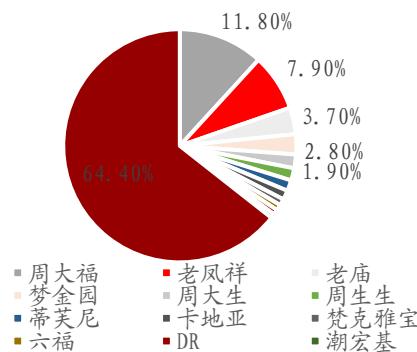
行业竞争者较多，疫情三年加速集中度提高。根据Euromonitor的数据，2022年，周大福/老凤祥/老庙黄金/梦金园的市占率分别为11.80%/7.90%/3.70%/2.80%，而行业CR5/CR10分别为28.10%/34.30%，相较2013年，分别提升了7.10/10.90个百分点。其中，周大福的市占率提升幅度最大，较2013年提升4.60个百分点。疫情三年加速行业洗牌，头部品牌通过逆势开店扩张渠道、扩展产品品类等方式提升市占率，促使行业集中度进一步提升。

图表25:2013年国内黄金珠宝行业各品牌份额



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表26:2022年国内黄金珠宝行业各品牌份额



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

3 品牌: 百年老字号历久弥新, 新代言人现品牌形象

3.1 百年品牌赢得众多荣誉, 品牌价值快速增长

岁月不败风华, 经典历久弥新。1848年, 老凤祥品牌于上海创立, 延续至今已有175年的悠久历史, 具有独特而富有内涵的品牌文化、精湛的工艺技术及丰富的行业经验, 品牌知名度、美誉度、忠诚度处于同行业的领先地位。历年来, 老凤祥在品牌价值、产品设计&制造、品牌营销等多方面赢得了众多荣誉。2008年, “老凤祥金银细工制作技艺”荣列国家级非物质文化遗产保护名录; 2018年, 品牌获得上海市质量金奖(设计、制造); 2021年, 公司获得第十届上海零售风云榜“国潮焕新力品牌奖”; 2022年, 品牌入选“2022全球高档和奢侈品牌价值50强”, 为大中华区唯一入选的珠宝首饰品牌, 入选“2022 全球奢侈品企业百强”, 并连续18年蝉联世界品牌大会“中国500最具价值品牌”。

图表27:品牌荣誉



资料来源: 公司官网、万联证券研究所

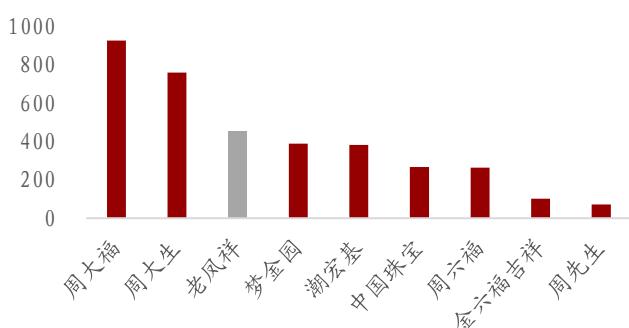
近年来老凤祥品牌价值快速增长, 2022年位列前三。2013-2022年, 公司品牌价值迅速上涨, 从2013年的116.72亿元上涨至2022年的454.38亿元, CAGR为16.30%。根据2022年《中国500最具价值品牌》排行榜, 珠宝首饰行业中, 老凤祥品牌价值排名第三。排名前三的分别是周大福、周大生以及老凤祥, 品牌价值分别为925.16亿元、758.85亿元、454.38亿元。

图表28:历年来公司品牌价值



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表29:2022年老凤祥品牌价值排名靠前



资料来源：世界品牌实验室、万联证券研究所

注：上述数据选自2022年《中国500最具价值品牌》排行榜

3.2 岁月沉淀华美，陈数成全新品牌代言人

陈数成老凤祥代言人，开启品牌形象新篇章。2008年，公司签约著名演员赵雅芝为品牌代言人。2020年，公司签约国内知名艺人陈数成为老凤祥新形象代言人。两位代言人身上的散发女性优雅的魅力，呈现出的文化内涵和品牌内涵相契合。公司以全新的代言人形象推动老凤祥品牌的未来多元化发展和满足向年轻时尚转变的需要，向市场展示老凤祥“经典时尚”品牌形象。

图表30:老凤祥历届代言人

赵雅芝，著名演员，被誉为古典第一美女 陈数，著名影视实力派女演员

老凤祥历代代
言人



代言时间

2008-2019年

2020年-至今

资料来源：公司官网、澎湃新闻、万联证券研究所

4 产品：数控化赋能产品研发设计，推出高附加值产品助力

提升毛利率

4.1 产品品类丰富，主打黄金品类毛利率提升空间较大

产品品类丰富，产品链系列日益完善。2012年，公司在行业内率先从传统的“黄金、铂金、钻石、白银”老四大类首饰，向“白玉、翡翠、珍珠、有色宝石”新四大类首饰产品结构完善，并将象牙艺术品、珐琅、高端K金镜架、工艺美术旅游纪念品等新门类纳入产品链系列。2016年、2017年、2018年，公司分别将金镶玉、珊瑚、腕表等新门类括入产品链系列之中，逐渐发展成为首饰行业产品门类齐全和具有规模优势的集团企业。

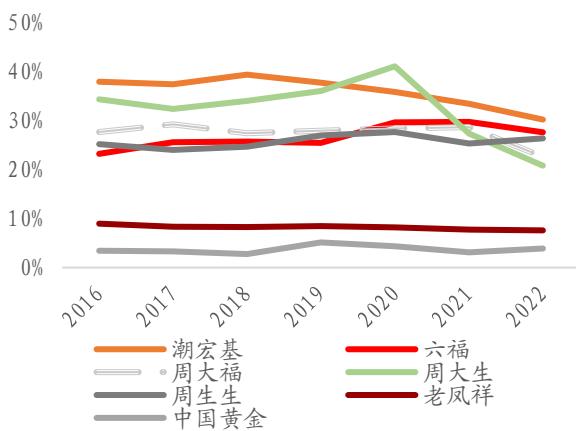
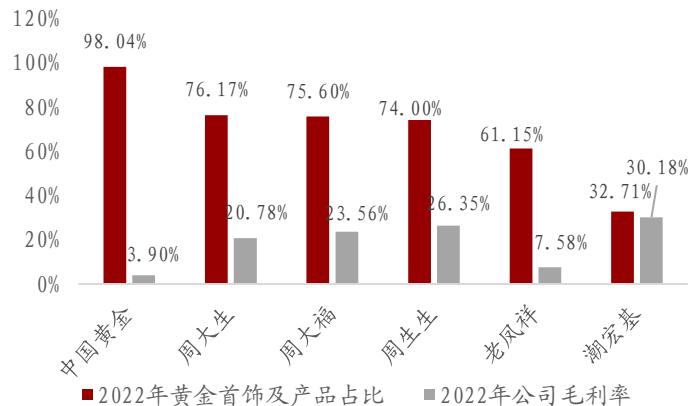
图表31:公司产品链系列日益完善



资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

老凤祥主打黄金品类，对标同行，毛利率提升空间较大。历年来，老凤祥毛利率约为9%，在可比公司中排名靠后，主要是由于老凤祥产品结构偏向于黄金品类以及黄金交易占比较同行更高所致。2016-2018年，老凤祥黄金类产品销售额稳步上升，黄金类产品销售额占比分别为81.54%/80.01%/82.70%，在同行中处于较高水平。2022年，老凤祥毛利率为7.58%，对标同行，周大福/周大生/周生生的毛利率分别为22.58%/20.78%/26.35%，老凤祥的毛利率仍有较大提升空间。

图表32:历年来老凤祥与可比公司毛利率对比

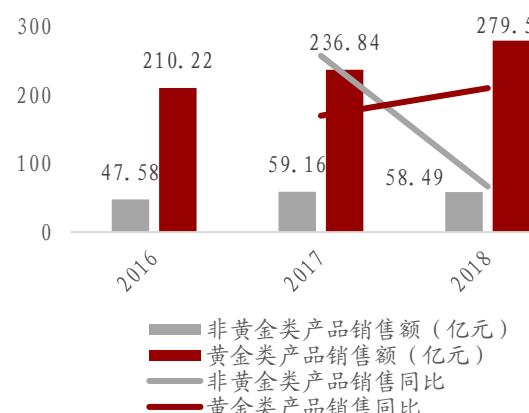
图表33:2022年老凤祥与可比公司的黄金首饰及产品占比
&公司毛利率情况

资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取各家公司中国大陆地区的黄金首饰及产品占比情况进行对比。其中，老凤祥由于未披露最新的黄金类产品收入情况，因此黄金首饰及产品占比采用的2016-2018年黄金类产品营收占比均值。周大福2023财年年报未披露，采用2023财年中报数据。

图表34:珠宝首饰中黄金、非黄金类产品销售情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表35:黄金、非黄金类产品收入占珠宝首饰收入比例

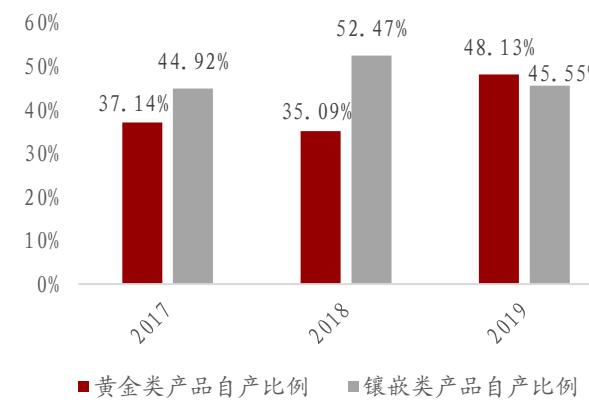


资料来源：公司公告、万联证券研究所

4.2 数控化产品链提高产品生产效率，升级设计和工艺提高附加值

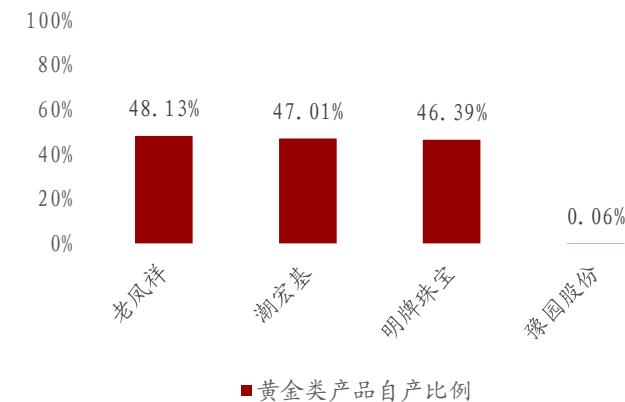
老凤祥产品自产比例相较同行更高，对产品的把控更为严格。2019年，老凤祥的黄金类/镶嵌类产品自产比例分别为48.13%/45.55%。其中，老凤祥的黄金类产品自产比例在内地同行中居首位，其后分别是潮宏基、明牌珠宝、豫园股份，黄金类产品自产比例分别为47.01%、46.39%、0.06%，而豫园股份、迪阿股份等企业的黄金类产品则大部分或者全部选择委外加工。对于黄金珠宝企业而言，产品自产比例高意味着企业对产品生产的把控更为严格，产品质量相对更有保障。

图表36:老凤祥黄金/镶嵌类产品自产比例



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表37:2019年老凤祥与可比公司的黄金类产品自产比例



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：潮宏基的数据为珠宝业务自产比例

数控化产品链提高生产效率，名师带高徒助力研发能力提升。1)生产基地方面。2014年，公司创建了东莞素金生产基地。2017年，公司组建东莞镶嵌生产基地，涵盖钻石、彩宝、金镶三大系列产品生产。2022年，公司共有53名研发人员，专利申请数为288项，累计持有21项发明专利，有效授权专利供给879项。东莞素金和镶嵌生产基地通过运营和专利转化，已拥有行业内先进的自动化机器设备和生产工艺，形成了现代化、数控化的产品链，为品牌自主研发、生产奠定了坚实的基础。2022年，老凤祥(海南)黄金珠宝时尚创意中心投产运营。东莞和海南生产加工基地的联动互补，将有力提升老凤祥黄金珠宝产品自主研发能力。2)人才技艺方面。公司在专业领域内的中

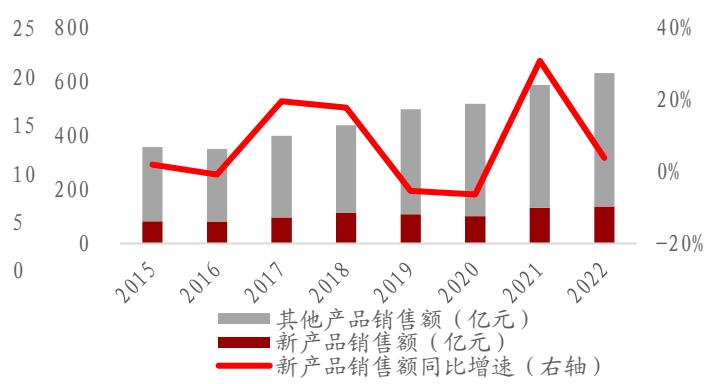
高级人才数量在业内处于领先，现有国家级工艺美术大师10人、上海市级工艺美术大师12人。百年老凤祥还有独特的技艺优势。其中，老凤祥金银细工制作技艺荣列“国家级非物质文化遗产”名录，金银首饰镶嵌技艺被认定为“上海市优秀传统技艺”。公司通过名师带高徒和创建大师原创工作室等方式，培养具有独特技艺制作的传人，助力高技能人才快速成长以及产品的设计研发能力提升。

新产品贡献约四分之一的营业收入，两个生产基地支撑国内外产品需求。2017年以来，公司新产品更新率为26%左右。2015-2022年，新产品销售额从81.80亿元增至137.00亿元，CAGR为7.65%，贡献了22%左右的营业收入。目前，东莞素金生产基地/东莞镶嵌生产基地的产能分别为40吨+/80-100万件，支撑了老凤祥国内、国际市场拓展的产品需求。

图表38:历年来公司专利申请及发明专利情况



图表39:历年来新产品销售额情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

产品年轻化，推出高附加值产品助力提升珠宝首饰毛利率。1) 推出年轻时尚系列产品：2014年，老凤祥推出了REMIX“动静”系列，密镶钻石与玫瑰金或者18K金的相互交融，动静之间呈现混搭美感，是老凤祥拓展时尚年轻消费群的力作。2016年，公司获得了“迪士尼”IP授权，推出了包括金镶玉、珐琅、红珊瑚等一系列中国风主题系列产品，受到市场好评。2017年8月，品牌推出了铂爱系列首个新品系列——蒲公英系列铂金首饰。该新品系列的代言人为国际铂金协会形象人杨洋，在《三生三世十里桃花》电影上映期间同步陆续上市。2022年8月，品牌推出“七夕”新品—老凤祥“LOVE U 兔”，巧妙融合潮流趣味因子和现代浪漫感。2) 升级工艺，推出高附加值产品：2018年，公司推出了3D硬金珍珠萌宠旺旺系列，同年推出的“反正都心动”彩宝系列采用动态镶口技术同时镶嵌两颗宝石。2019年，品牌推出了古法藏宝金系列，采用了国家非物质文化遗产的古老铸金工艺，整体呈哑光质感。同年推出的5G璀璨金则有“足金价值、K金颜值”的特点。2020年，国潮时尚藏宝金系列绣风华首发上市。2022年，老凤祥推出的“爱印”系列为藏宝金镶钻，寓意让爱印刻古朴。2023年，品牌推出“范2023”，以高光镜面搭配推砂、拉丝等多种效果工艺，寓意女性有范、不被定义不设限。高附加值产品的推出有助于公司提高珠宝首饰类产品的毛利率，从而拉动整体毛利率。

图表40:近年来公司部分新产品系列

推出时间	产品图示			产品分类	
2014	第一季	第二季“花”	第三季“七彩人生”	REMIX “动•静” 系列 钻饰	
2016	“米奇和他的朋友们”	“小熊维尼”	《超能陆战队》的“大白”	《海底总动员》	“迪士尼主题” 系列 全品类
2017	红珊瑚·灵动	“铂爱” 系列	“繁花物语” 法琅系列	22K 黄金 “饰镜” 系列太阳镜	红珊瑚、铂金、法琅、黄金、饰镜
2018	“凤祥喜事” 系列	“灵羽” 系列	“繁花似锦” 金镶玉系列	“浪漫花语” 系列	“反正都心动” 彩宝系列 黄金、金镶玉、珍珠、彩宝
2019	古法藏宝金·简尚系列	5G璀璨金·简尚系列	典藏古法金镶玉·凤凰和鸣	“灵羽” 钻石系列	“几何主义” 胸针系列 黄金、金镶玉、钻石
2020	翡翠婚庆系列	“天使之爱” 系列	5G璀璨金“凤祥喜事” 系列	K金法琅系列	国潮时尚藏宝金系列绣风华 翡翠、珍珠、黄金、法琅
2021	“花漾” 系列	“倍爱” 钻饰系列	“潮运——如意” 系列	“凤祥花语” 系列	“数你有型” 铂金时尚系列 钻石、银饰、黄金、铂金
2022	“鱼悦” 系列	龙凤佩花丝款	“璨can” 系列	“爱印” 系列	“兔NICE” 系列 钻饰、黄金
2023	藏宝金·安康兔	爱无xian	“小鹿斑比之桑普兔” 系列	范2023	黄金

资料来源：老凤祥微信——老凤祥快讯、公司官网、万联证券研究所

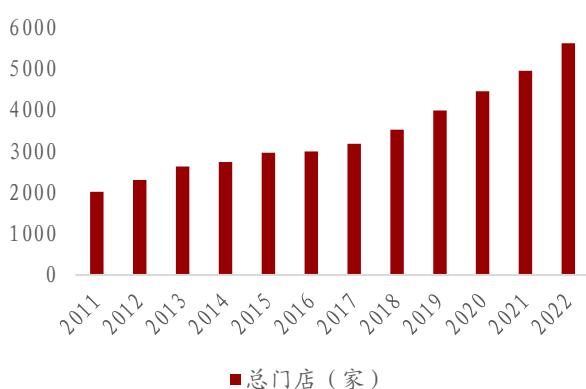
5 渠道：门店数量排名第二，逆势扩张抢占市场份额

5.1 坚持立体营销模式，门店基数庞大

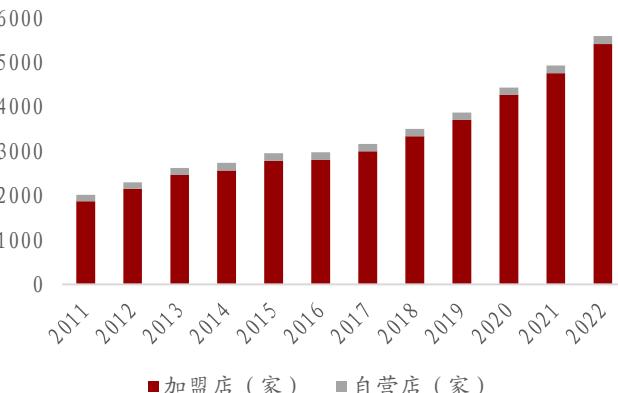
坚持“五位一体”立体营销模式，疫情期间逆势开店。2011-2022年，公司平均每年净增加加盟店322家。2010年，公司建立起除港、澳、台以外的全国营销网络。2012年，老凤祥形成了“自营银楼——加盟连锁——区域总代理——特约经销”的立体化营销网络，当年加盟店净增加275家。2014年，公司针对三四线城市特点，分区推进加盟店扩张，加盟店数量累计达到2569家。2018年，公司坚持自营银楼建设与合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”立体的营销模式，并进一步优化市场布局，加盟店净增加数分别为561家、489家、656家。截止2022年末，公司黄金珠宝业务营销网点数量达到5609家（其中海外银楼15家）。

门店数量在业内排名第二，加盟店数量占比高。2022年，老凤祥在中国大陆地区门店数量在可比公司中排第二，为5594家，低于周大福的7016家。从加盟店情况来看，老凤祥加盟店数量占比为96.54%，在可比公司中排第二，仅次于六福。

图表41:历年来公司门店情况



图表42:历年来公司加盟店/自营店情况



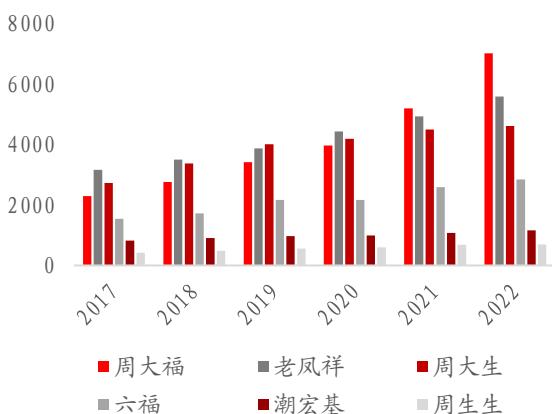
资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：2012-2016年的经销网点数并入了加盟店数

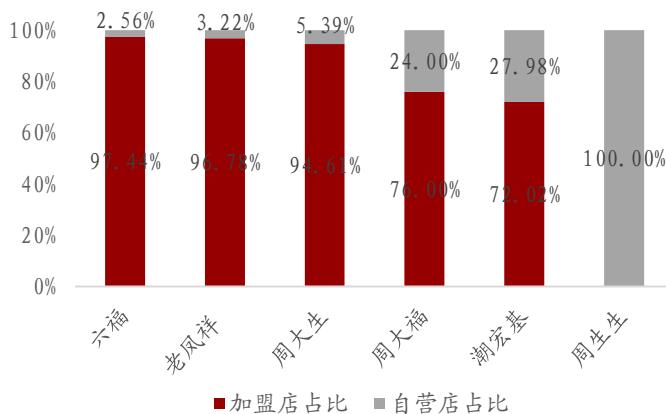
资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：2012-2016年的经销网点数并入了加盟店数

图表43:老凤祥与行业龙头近期门店数量对比



图表44:2022年老凤祥与行业龙头自营店/加盟店情况对比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取各家公司在大陆地区的主品牌门店数进行对比。

资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取各家公司在大陆地区的主品牌门店数进行对比。

5.2 开设博物馆+升级新店铺形象，提升品牌调性

近年来，老凤祥通过开设宝石博物馆推出国潮首饰新品、升级门店形象等方式营销，进一步提升品牌形象和调性：

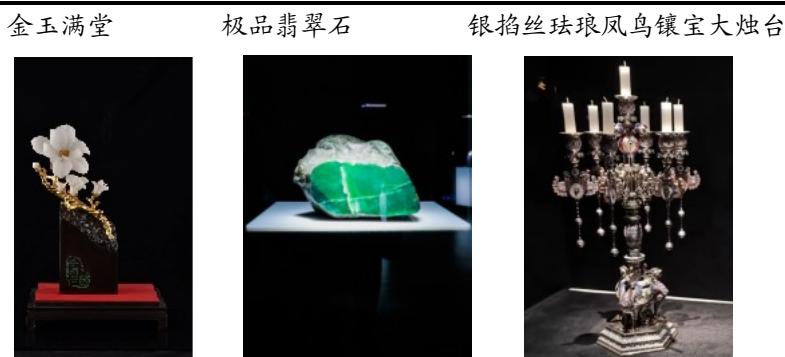
(1)开设宝玉石博物馆推进宝石消费教育：继老凤祥开拓新四大类后，2013年10月，老凤祥宝玉石博物馆开业。博物馆展出产品包括原生态的翡翠、白玉、有色宝石等原生矿物，可为引导宝石消费起到推进作用。2020年12月，“大观无相——百年老凤祥经典艺术展”在上海奉贤区博物馆拉开序幕，172年历史的老凤祥首进博物馆。此次展览展出了老凤祥的130余件艺术作品。作品涵盖从民国时期到21世纪的经典设计，类型囊括了金银器、牙雕、翡翠、珐琅、宝石镶嵌等多种形式，包括价值逾10亿的极品翡翠原石，38头“皇家御用镶宝足金餐具”等。此次展览，一方面展现了老凤祥170多年历史沿革的经典传承与新时代的时尚创新；另一方面，老凤祥还设置了销售专区，推出国潮原创首饰新品系列。

(2) 升级店铺新形象，吸引年轻消费者：2017年，老凤祥首家礼品专卖店落户外滩。该主题店以新颖化、年轻化、时尚化的产品定位，主打迪士尼系列和外滩金融牛两大主题，打造全新老凤祥概念店。2021年，老凤祥银楼豫园分号升级，匠心打造三大特色主题区域：藏宝金主题馆、婚庆“凤祥喜事”主题馆以及钟表（馆）、眼镜（馆）、服饰主题馆。其中，藏宝金主题馆的整体设计汲取了Art Deco（艺术装饰风格）精髓，使之迥然有别于传统银楼形象，吸引年轻消费群体；婚庆主题馆以老凤祥“凤祥喜事”系列产品为主线，主打婚庆市场，打造中国人喜事必备单品。2022年，公司决定重新聚焦主业，以“藏宝金”和“凤祥喜事”产品为设计主线，以典雅的“藏宝金”品牌形象为突破口，向代表婚庆喜事的“凤祥喜事”等主题店发展，逐渐形成老凤祥的市场新形象、新格局。

图表45:老凤祥宝玉石博物馆



图表46:老凤祥首进博物馆



资料来源：国际珠宝网、万联证券研究所

资料来源：澎湃新闻、万联证券研究所

图表47:首家老凤祥礼品专卖店落户外滩

首家礼品专卖店



图表48:老凤祥银楼形象升级

藏宝金主题馆



婚庆“凤祥喜事”主题馆



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

借助新消费形式发展线上渠道，会员人数快速上升。从线上渠道来看，近年来，公司利用老凤祥微信公众号、抖音、小红书等新媒体加强品牌宣传，使用会员商城以及电视购物等新消费形式推广新品，吸引年轻消费者。2019年，公司首次在上海实行会员制度，定期举办线上线下活动，并尝试用网红直播方式宣传品牌。截至2022年底，老凤祥拥有上海本地会员数已超59万人，同比增长48.5%。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们将公司业务按产品拆分为珠宝首饰产品、黄金交易、笔类产品、工艺品销售、商贸以及其他业务六类。

- 1) **珠宝首饰产品:** 珠宝首饰产品是公司的主要业务, 2022年营收占比为80%。过去三年疫情加速了行业洗牌以及尾部出清, 龙头企业凭借扩渠道、扩品类等方式抢占了更多市场份额。随着经济的逐渐复苏以及延后性婚嫁需求的释放, 预计公司2023-2025年珠宝首饰业务收入分别同比+18%/+15%/+12%。而随着金价的上涨, 公司2023年毛利率有望上升至9.2%。
- 2) **黄金交易:** 黄金交易业务营收占比仅次于珠宝首饰业务。随着经济的逐步恢复, 以及金价的走高, 黄金交易收入有望进一步攀升, 预计2023-2025年, 公司黄金交易收入增速分别为+13%/+12%/+11%。
- 3) **笔类产品:** 受疫情超预期影响, 2022年公司笔类产品同比-21.6%。随着2022年末疫情防控措施的放开, 经济逐步复苏, 未来笔类板块业务有望得以修复。公司计划将加强与外部专业研发机构、学校的合作, 积极开展专项项目研发, 预计2023-2025年公司笔类业务收入分别同比+5%/+3%/+3%, 毛利率维持在32%以上水平。
- 4) **工艺品销售:** 工艺品销售收入占比较小, 预计2023-2025年, 工艺品销售收入分别为0.96/0.99/1.02亿元, 毛利率分别为17.00%/17.20%/17.50%。
- 5) **商贸:** 随着经济的逐步复苏, 预计2023-2025年, 公司商贸收入增速为5.00%。
- 6) **其他业务:** 我们预计, 2023-2025年, 其他业务收入分别为1.76./1.90/2.05亿元, 分别同比+10%/+8%/+8%。

图表49:收入、毛利率拆分及预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收 (百万元)	51721.50	58690.77	63010.14	73566.25	84142.03	94049.79
yoY	4.22%	13.47%	7.36%	16.75%	14.38%	11.78%
毛利率	8.18%	7.77%	7.58%	7.75%	7.69%	7.74%
珠宝首饰产品:						
珠宝首饰产品收入 (百万元)	38078.68	46859.67	50361.65	59426.75	68340.76	76541.65
yoY	2.63%	23.06%	7.47%	18.00%	15.00%	12.00%
占总营收比例	73.62%	79.84%	79.93%	80.78%	81.22%	81.38%
珠宝首饰产品毛利率	10.14%	9.02%	9.13%	9.20%	9.10%	9.15%
黄金交易:						
黄金交易收入 (百万元)	13015.21	11208.15	12082.53	13653.26	15291.65	16973.73
yoY	19.86%	-13.88%	7.80%	13.00%	12.00%	11.00%
占总营收比例	25.16%	19.10%	19.18%	18.56%	18.17%	18.05%
黄金交易毛利率	1.26%	0.73%	-0.03%	0.30%	0.32%	0.35%
笔类产品:						
笔类产品收入 (百万元)	243.21	259.77	203.67	213.85	220.27	226.87
yoY	-20.68%	6.81%	-21.60%	5.00%	3.00%	3.00%
占总营收比例	0.47%	0.44%	0.32%	0.29%	0.26%	0.24%
笔类产品毛利率	32.66%	38.37%	32.84%	32.50%	32.50%	32.80%

工艺品销售:						
工艺品销售收入 (百万元)	83.94	91.92	91.89	96.49	99.38	102.36
yoy	-18.66%	9.51%	-0.03%	5.00%	3.00%	3.00%
占总营收比例	0.16%	0.16%	0.08%	0.13%	0.12%	0.11%
工艺品销售毛利率	19.73%	21.77%	17.50%	17.00%	17.20%	17.50%
商贸:						
商贸收入 (百万元)	136.28	73.78	110.49	116.02	121.82	127.91
yoy	-4.83%	-45.86%	49.76%	5.00%	5.00%	5.00%
占总营收比例	0.26%	0.13%	0.18%	0.16%	0.14%	0.14%
商贸毛利率	1.72%	2.23%	0.92%	0.90%	0.93%	0.95%
其他业务:						
其他业务收入 (百万元)	164.18	197.48	159.91	175.91	189.98	205.18
yoy	-85.24%	20.28%	-19.02%	10.00%	8.00%	8.00%
占总营收比例	0.32%	0.34%	0.25%	0.24%	0.23%	0.22%
其他业务毛利率	66.68%	66.26%	61.82%	61.00%	61.00%	61.00%
费用端:						
销售费用率	1.33%	1.36%	1.32%	1.38%	1.37%	1.36%
管理费用率	0.83%	0.68%	0.64%	0.62%	0.60%	0.58%
研发费用率	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
财务费用率	0.56%	0.45%	0.32%	0.31%	0.27%	0.24%
利润端:						
归母净利润 (百万元)	1586.02	1876.31	1700.34	2172.39	2492.36	2856.42
yoy	12.64%	18.30%	-9.38%	27.76%	14.73%	14.61%
(归母) 净利率	3.07%	3.20%	2.70%	2.95%	2.96%	3.04%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

6.2 投资建议

公司旗下的老凤祥品牌创立于1848年，是跨越三个世纪的百年黄金珠宝品牌，门店遍布全国，建立起了品牌和渠道优势。短期来看，金价的上涨以及黄金珠宝消费场景的恢复促使黄金珠宝首饰业务量价齐升，看好公司2023年的业绩表现。中长期来看，随着工艺突破和设计创新，公司不断推出高附加值的新产品，毛利率有望进一步提升。在国企改革浪潮的背景之下，公司未来“三年行动计划”逐步落地，有望焕发新活力。我们预计，公司2023-2025年EPS分别为4.15/4.76/5.46元/股，对应2023年6月6日股价的PE分别为15/13/11倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表50:可比公司估值表

	股价		EPS		PE		
	2023/6/6	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
黄金珠宝							
600916.SH 中国黄金	11.94	0.62	0.75	0.85	19.32	15.90	13.99
002867.SZ 周大生	16.25	1.24	1.47	1.69	13.10	11.08	9.60
301177.SZ 迪阿股份	39.93	2.18	2.70	3.22	18.34	14.77	12.40
002345.SZ 潮宏基	7.10	0.46	0.57	0.68	15.50	12.47	10.38
600655.SH 豫园股份	7.23	0.93	1.03	1.10	7.78	7.05	6.56
300945.SZ 曼卡龙	15.21	0.42	0.54	0.64	36.21	28.17	23.95
行业平均					18.38	14.91	12.81

600612.SH	老凤祥	62.62	4.15	4.76	5.46	15.08	13.14	11.47
-----------	-----	-------	------	------	------	-------	-------	-------

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所整理及预测

注：老凤祥EPS取自我们团队预测，其余公司EPS采用同花顺一致预测，PE为2023年6月6日收盘价除以一致预测的EPS所得出

7 风险因素

- 1) **宏观经济波动及消费复苏不及预期风险：**当前国内宏观经济发展面临较为复杂的局面，给消费市场复苏带来不确定性，加之疫情的影响仍然存在，需要警惕消费复苏不及预期对公司经营产生的负面影响。
- 2) **黄金价格大幅波动风险：**公司核心业务为珠宝首饰业务，原材料黄金占比高，若未来金价波动幅度较大，对公司的主营业务成本将产生较大影响。
- 3) **行业竞争加剧风险：**当前珠宝行业存在产品同质化的问题，且各大珠宝商近年来抓紧时机跑马圈地，大力扩张渠道，若公司不能及时更新产品、提升门店数量和质量，未来行业竞争加剧或将对公司业绩产生不利影响。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	63010	73566	84142	94050
%同比增速	7.36%	16.75%	14.38%	11.78%
营业成本	58233	67864	77668	86768
毛利	4777	5702	6474	7282
%营业收入	7.58%	7.75%	7.69%	7.74%
税金及附加	216	243	269	292
%营业收入	0.34%	0.33%	0.32%	0.31%
销售费用	829	1015	1153	1279
%营业收入	1.32%	1.38%	1.37%	1.36%
管理费用	402	456	505	545
%营业收入	0.64%	0.62%	0.60%	0.58%
研发费用	31	37	40	43
%营业收入	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
财务费用	204	226	231	228
%营业收入	0.32%	0.31%	0.27%	0.24%
资产减值损失	-3	-4	-4	-4
信用减值损失	-31	-35	-25	-23
其他收益	127	125	143	160
投资收益	-66	7	8	9
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-103	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	3017	3819	4398	5037
%营业收入	4.79%	5.19%	5.23%	5.36%
营业外收支	11	10	10	10
利润总额	3028	3829	4408	5047
%营业收入	4.81%	5.21%	5.24%	5.37%
所得税费用	760	954	1101	1259
净利润	2268	2876	3308	3788
%营业收入	3.60%	3.91%	3.93%	4.03%
归属于母公司的净利润	1700	2172	2492	2856
%同比增速	-9.38%	27.76%	14.73%	14.61%
少数股东损益	568	703	815	931
EPS (元/股)	3.25	4.15	4.76	5.46

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	3.25	4.15	4.76	5.46
BVPS	19.36	21.64	24.12	27.10
PE	19.27	15.08	13.14	11.47
PEG	-2.05	0.54	0.89	0.79
PB	3.23	2.89	2.60	2.31
EV/EBITDA	7.04	7.27	6.33	5.45
ROE	16.79%	19.19%	19.75%	20.15%
ROIC	12.28%	13.06%	13.14%	13.21%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5577	10164	11610	13504
交易性金融资产	231	287	343	399
应收票据及应收账款	812	516	472	640
存货	16799	15248	17546	18608
预付款项	42	48	54	61
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1286	1328	1389	1441
流动资产合计	24747	27591	31414	34652
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	334	334	331	326
在建工程	46	44	44	47
无形资产	56	54	52	50
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	126	126	126	126
其他非流动资产	695	722	745	761
资产总计	26005	28871	32712	35961
短期借款	6893	7693	8493	9293
应付票据及应付账款	815	429	995	596
预收账款	4	7	8	9
合同负债	269	244	280	312
应付职工薪酬	7	7	8	9
应交税费	592	905	1027	1147
其他流动负债	11776	12590	13445	14296
流动负债合计	13463	14182	15762	16370
长期借款	200	400	500	600
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	22	22	22	22
其他非流动负债	338	388	438	488
负债合计	14023	14993	16722	17481
归属于母公司的所有者权益	10128	11321	12618	14177
少数股东权益	1853	2557	3372	4303
股东权益	11981	13878	15990	18480
负债及股东权益	26005	28871	32712	35961

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	964	5269	2490	3089
投资	12	-251	-251	-250
资本性支出	-74	-155	-165	-175
其他	9	2	3	4
投资活动现金流净额	-53	-404	-413	-421
债权融资	-12542	50	50	50
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	11759	1000	900	900
筹资成本	-1418	-1323	-1586	-1726
其他	-158	0	0	0
筹资活动现金流净额	-2359	-273	-636	-776
现金净流量	-1469	4587	1445	1894

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场