



Research and
Development Center

内部治理持续优化，经营活力加速释放

—老凤祥(600612)公司深度报告

2023 年 09 月 22 日

刘嘉仁行业分析师
S1500522110002
15000310173
liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤行业分析师
S1500523060001
13921189535

相关研究

1. 老凤祥（600612.SH）2023H1 点评：23Q2 净利同增 15%， “三年行动”谋划高质量发展，各项改革稳步推进
2. 老凤祥（600612.SH）2022 年报及 2023Q1 点评

证券研究报告

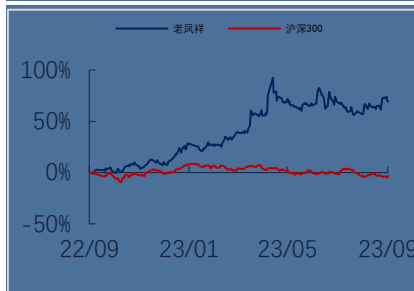
公司研究

公司深度报告

老凤祥(600612)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	64.90
52周内股价波动区间(元)	73.85-37.92
最近一月涨跌幅(%)	7.24
总股本(亿股)	5.23
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	339.50

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

老凤祥（600612.SH）公司深度报告：内部治理持续优化，经营活力加速释放

2023年09月22日

本期内容提要：

- ◆**黄金珠宝龙头，业绩兑现稳健、持续领跑行业。**公司主营珠宝首饰的设计、生产、销售，23H1实现营收403亿元、同增20%，归母净利12.7亿元、同增43%。业务主体上海老凤祥有限（公司合计持股78.01%）23H1占公司营收总额的99.35%，利润总额的91.85%。2017年以来，上海老凤祥有限营收增速持续快于行业（2016-2022年公司、行业CAGR分别为12%、0.1%），市占率持续提升，2022年欧睿统计的老凤祥公司在国内珠宝市场终端零售规模份额7.9%，排名第二。本篇报告从公司治理、销售模式、采购模式三个方面入手，尝试解答公司近20年来经历“改制-转型-整顿-重组-国企改革”多个阶段，业绩持续领跑行业、稳居行业龙头之列的原因。
- ◆**两轮“双百”逐步解决历史遗留股权问题，推行市场化用人机制，释放经营活力。**2018年，公司被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单，此次改革主要针对解决股权遗留问题、推行职业经理人制度、实行市场化用人制度三个方面展开。1）股权方面，2018年设立工艺美术基金，受让38名经营技术骨干所持有的老凤祥有限21.99%非国有股权；2023年先后引入多家产业基金，逐步解决工艺美术基金股权遗留问题，发挥国央企产业协同，实现管理层平稳过渡。2）用人方面，推行职业经理人及市场化激励机制，2018年开始人均薪酬水平明显提升且远高于同业，特别是职能型高管涨薪幅度大。2018-2022年人均薪酬CAGR为8%，同期人均创利CAGR为12%，市场化机制释放经营活力。23H1完成了第三批职业经理人签约和第一批职业经理人续签工作。
- ◆**总经销+区域合资公司模式成功实践，总经销入股深化利益绑定。**2010年，上海老凤祥有限与河南总经销商合资成立销售子公司，老凤祥有限持股51%。2013、2015年将“河南模式”进一步拓展至山东、重庆，同时继续拓展区域总经销。至2017年，公司形成由24家区域总经销及3家区域合资公司构成的销售体系。2017年以来公司开始新一轮增长，区域合资公司有较大贡献，2016-2022年河南/山东/重庆分公司营收CAGR分别为13%/19%/16%，均快于上海老凤祥有限的11%。为强化与总经销利益绑定、形成更稳固的合作关系，2023年4月公司公告海南金貌晓将受让工艺美术基金所持有的上海老凤祥有限5.5816%股权，海南金貌晓的20位合伙人均为老凤祥有限的总经销或其关联人士。总经销与公司目标一致，长期稳健增长可期。
- ◆**批发收入贡献主要增长，渠道优势为基，龙头规模效应凸显。**公司销售模式以批发为主，批发收入规模自2017年以来保持平稳增长，CAGR5为12%；零售规模总体平稳，CAGR5为0%。2022年，公司实现批发收入475亿元，零售收入32亿元，占总营收比例分别为75%/5%。2017年以来，门店数量以每年10%+的稳定增速扩张，2017-2022年门店数量CAGR为12%，上海老凤祥有限的营收CAGR为11%，开店贡献了主要增长。规模化效应下，人均生产效率持续提升，2017-2022年人均创利CAGR为11%，快于归母净利的CAGR 8%，且存货、应收账款周转显著优于同业。
- ◆**黄金采购以现货交易为主，历年产、销量大，金价上涨有望获益。**复盘2022年以来公司总市值走势，与国内金价走势呈现较强相关性。我们认

为主要由公司采购模式决定。公司历年黄金采购、生产、销售量较大，2022年产销量均在150吨左右，较大比例为现货采购。从公司存货结构来看，库存商品、原材料、在产品合计占比总体在90%以上。生产加工周期内金价上涨，公司有望受益于存货的增值。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为22.46/27.29/31.62亿元，同比增长32%/22%/16%，每股收益分别为4.29/5.22/6.04元。截至2023年9月22日收盘价，对应2023-2025年PE分别15/12/11X。公司为黄金珠宝行业龙头，历史业绩兑现稳健，给予2024年目标PE 16X，合理市值437亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**金价剧烈波动；管理层变动；拓店不及预期；消费需求疲软；跨市场选取可比公司风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	58,691	63,010	77,019	88,232	99,686
增长率 YoY %	13.5%	7.4%	22.2%	14.6%	13.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,876	1,700	2,246	2,729	3,162
增长率 YoY%	18.3%	-9.4%	32.1%	21.5%	15.8%
毛利率%	7.8%	7.6%	8.2%	8.3%	8.3%
净资产收益率ROE%	20.4%	16.8%	19.5%	20.5%	20.5%
EPS(摊薄)(元)	3.59	3.25	4.29	5.22	6.04
市盈率 P/E(倍)	18.09	19.97	15.11	12.44	10.74
市净率 P/B(倍)	3.69	3.35	2.94	2.55	2.20

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年9月22日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
写在前面.....	6
一、公司治理：审时度势，百年品牌重放光彩.....	8
1.1、第一轮增长期（2003-2013 年）：经营理顺+行业红利共同驱动.....	9
1.1.1、20 世纪末，民间市场逐步放开，行业迎来十余年的高速成长期.....	9
1.1.2、“改制-转型-整顿-重组”，公司经营逐步理顺，聚焦珠宝主业.....	10
1.2、第二轮增长期（2017 年以来）：两轮“双百”优化治理，总经销模式跑通加速拓店.....	11
1.2.1、两轮“双百”逐步解决历史遗留股权问题，推行市场化用人机制.....	11
1.2.2、总经销+区域合资公司模式跑通，开启第二轮增长.....	13
1.3、制定《三年行动计划》，解决历史遗留问题，业绩增长有望再提速.....	14
二、销售模式：渠道优势为基，龙头规模效应凸显.....	16
2.1、批发收入贡献主要增长，规模化优势下各项营运指标优异.....	16
2.2、渠道扩张仍为主要驱动力，同店有望接力增长.....	17
三、采购模式：黄金产销量大，金价上涨有望受益.....	20
四、盈利预测、估值与投资评级.....	21
4.1、盈利预测及假设.....	21
4.2、估值与投资建议.....	24
五、风险因素.....	25

表 目 录

表 1：珠宝行业发展阶段复盘.....	9
表 2：公司两轮“双百”行动改革内容梳理.....	12
表 3：老凤祥 2023-2025E 营业收入拆分（亿元）.....	22
表 4：老凤祥 2023-2025E 三项费用拆分（百万元）.....	23
表 5：老凤祥业绩预测（百万元）.....	24
表 6：可比公司估值表.....	24

图 目 录

图 1：珠宝首饰业务贡献公司约 80%的历年营收.....	6
图 2：珠宝首饰业务贡献公司 90%以上的历年毛利.....	6
图 3：老凤祥主要业务构成及控股二级子公司.....	7
图 4：二级子公司上海老凤祥有限公司业务主体.....	7
图 5：上海老凤祥有限业绩增速持续快于行业.....	7
图 6：2017 年以来公司市占率持续提升（%）.....	7
图 7：公司业绩兑现度高.....	8
图 8：公司历史 PE（TTM）复盘.....	8
图 9：公司历史上经历两轮业绩快速增长期.....	9
图 10：2009 年公司发行新股前后股权结构变化示意图.....	11
图 11：公司人均薪酬水平高于同业且较快增长（万元）.....	13
图 12：人均薪酬增加主要来自销售相关人员（百万元）.....	13
图 13：核心职能型高管薪酬 2018 年以来陆续有明显提升（万元）.....	13
图 14：2016-2022 年 3 家区域合资公司营收增速总体快于上海老凤祥有限.....	14
图 15：2018 年以来公司股权结构变化示意图.....	15
图 16：公司销售模式以批发为主.....	16
图 17：公司批发业务毛利率稳定在约 9%.....	16
图 18：公司营收增速快于 4 项费用合计增速.....	16
图 19：公司 4 项费用率显著低于同业.....	16
图 20：公司规模化效应下人均创利持续增长（万元）.....	17
图 21：公司 ROE 相较同业较优（%）.....	17
图 22：公司存货周转天数快于同业（次/年）.....	17
图 23：公司应收账款周转天数快于同业（次/年）.....	17
图 24：2017 年以来开店贡献主要增长.....	18
图 25：公司加盟门店 2018 年开始加速扩张（家）.....	18
图 26：公司自营、加盟店均收入 2017 年来总体平稳（百万元）.....	18
图 27：重点黄金珠宝上市公司期末珠宝门店数量（家）.....	19
图 28：重点黄金珠宝上市公司每年珠宝净开店数量（家）.....	19
图 29：主要品牌直营店均收入对比（百万元）.....	19
图 30：主要品牌加盟店均收入对比（百万元）.....	19

图 31: 定位高端典雅的“藏宝金”门店形象.....	20
图 32: 定位年轻婚庆的“凤祥喜事”门店形象	20
图 33: 公司总市值走势与国内金价呈现较强相关性	20
图 34: 公司每年黄金采购、生产、销售量较大(吨)	20
图 35: 公司存货结构中库存商品和原材料占比较高	20
图 36: 公司黄金产品自产比例逐步提升	21
图 37: 公司黄金原料以采购以现货交易为主	21
图 38: 2021 年以来行业增速与婚庆、人口相关性减弱	21
图 39: 2016 年以来行业增速与国内金价呈反向变动.....	21

投资聚焦

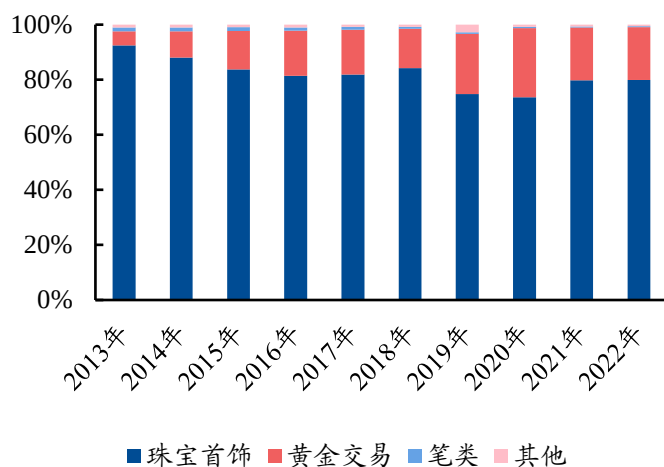
我们认为当前公司核心推荐逻辑主要有三点：1）自 2018 年以来两轮“双百”行动、2023 年制定《三年行动计划》，持续推行职业经理人及市场化薪酬体系，人均薪酬高于同业且稳定较快增长释放经营活力，人均生产效率进一步提升。2）以批发为主的业务模式下，加盟拓店贡献了 2017 年以来的主要增长，2023H1 则进一步体现了店均收入增长的贡献，我们认为 2023-2025 年公司仍有望通过每年约 10% 的门店数量增速，叠加稳健的店均收入增长，进一步发挥规模化效应，各项运营指标显著优于同业。3）公司采购模式以现货交易为主，每年黄金采购、产、销量大，在生产备货周期内金价上涨有望获得额外业绩弹性。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.46/27.29/31.62 亿元，同比增长 32%/22%/16%，每股收益分别为 4.29/5.22/6.04 元。截至 2023 年 9 月 22 日收盘价，对应 2023-2025 年 PE 分别 15/12/11X。公司为黄金珠宝行业龙头，历史业绩兑现稳健，给予 2024 年目标 PE 16X，合理市值 437 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

写在前面

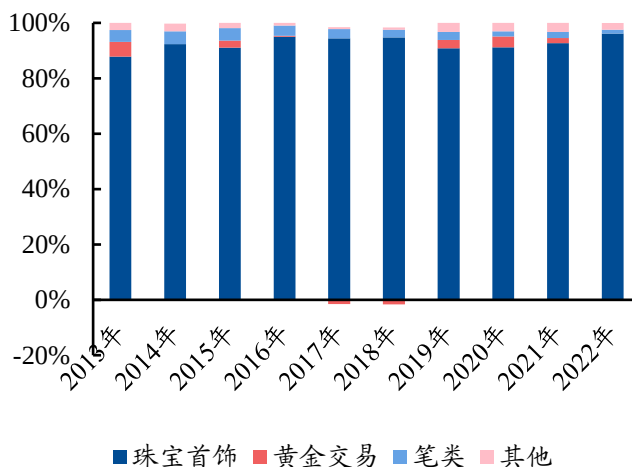
公司以珠宝首饰的设计、生产、销售为核心业务，珠宝首饰占历年公司约 80% 的营收、90% 以上的毛利。珠宝业务主体上海老凤祥有限（公司合计持股 78.01%）2022 年占公司营收总额的 99.45%，利润总额的 94.71%；23H1 占公司营收总额的 99.35%，利润总额的 91.85%。

图1：珠宝首饰业务贡献公司约 80% 的历年营收

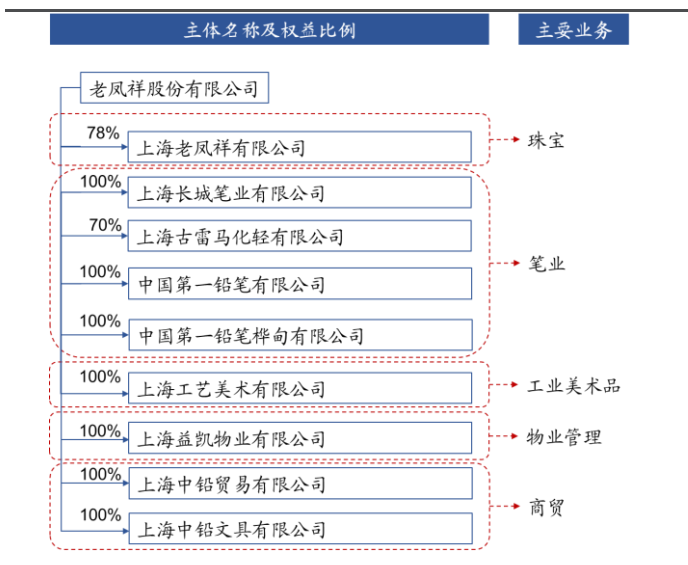


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

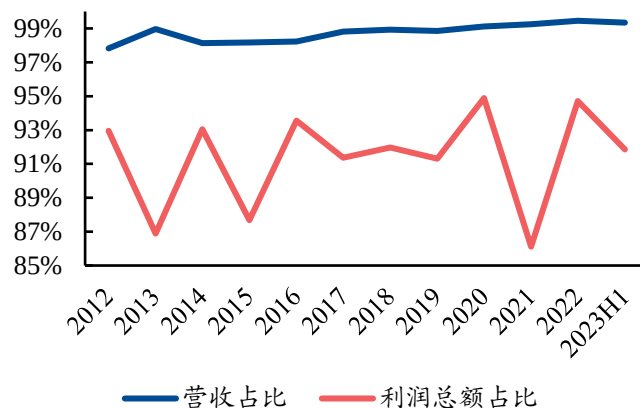
图2：珠宝首饰业务贡献公司 90% 以上的历年毛利



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

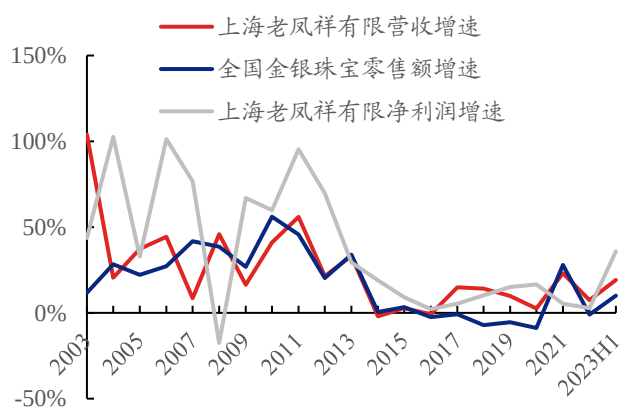
图3：老凤祥主要业务构成及控股二级子公司


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

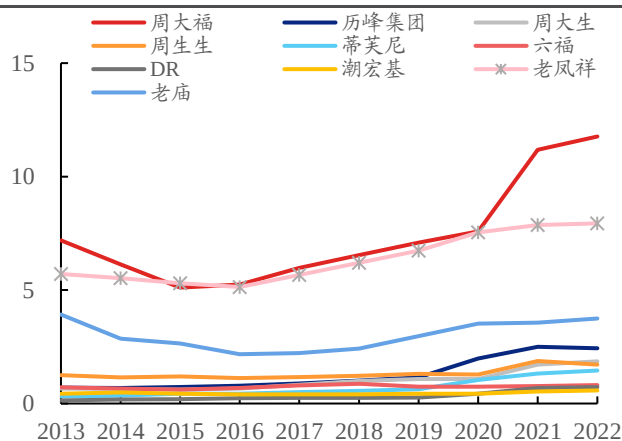
图4：二级子公司上海老凤祥有限公司业务主体


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

复盘上海老凤祥有限的历史业绩，其营收增速在 2003-2016 年略快于行业增速（公司、行业 2002-2016CAGR 分别为 28%、24%），2017 年以来持续快于行业（2016-2022CAGR 分别为 12%、0.1%）。净利增速在 2003-2016 年显著快于收入增速（净利、收入 CAGR 分别为 44%、28%），2017-2022 年略慢于营收增速（CAGR 分别为 9%、12%），总体表现强势。2022 年，欧睿统计的老凤祥公司在国内珠宝市场终端零售规模市占率 7.9%，2017 年以来呈持续提升趋势，2013 年以来与周大福一起稳定在前 2 名，较其他品牌保有显著优势。

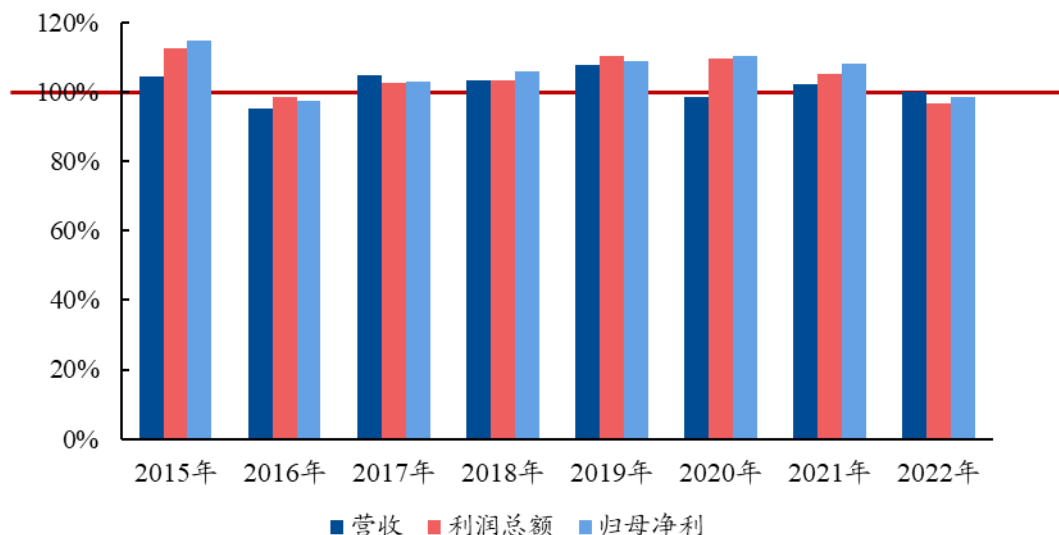
图5：上海老凤祥有限业绩增速持续快于行业


资料来源：公司公告，国家统计局，Wind，信达证券研发中心

图6：2017 年以来公司市占率持续提升 (%)


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

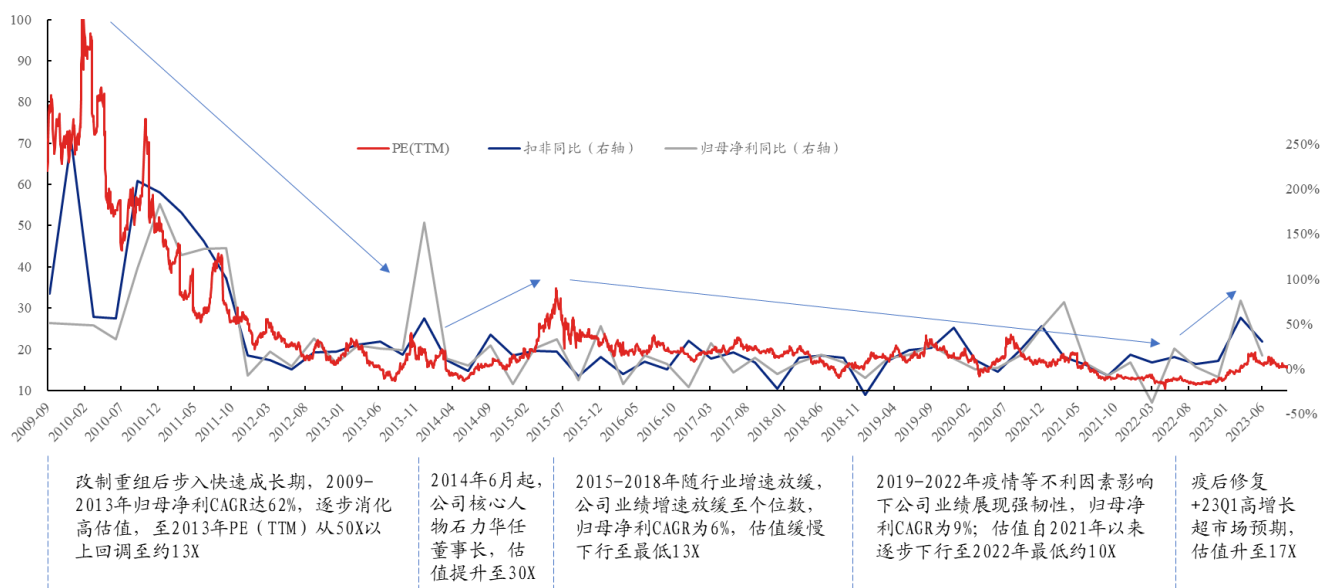
公司每年制定董事会预算目标,从历年实际业绩完成情况来看,2015 年以来除 2016、2020、2022 年部分指标小幅未达标之外,总体都能够达标甚至超额完成,业绩兑现稳健。

图7：公司业绩兑现度高


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

注：兑现度由当年实际业绩完成情况比年初董事会制定的全年预算得到

本篇报告从公司治理、销售模式、采购模式三个方面入手，尝试解答公司近 20 年来经历“改制-转型-整顿-重组-国企改革”多个阶段，业绩持续领跑行业、稳居行业龙头之列的原因。

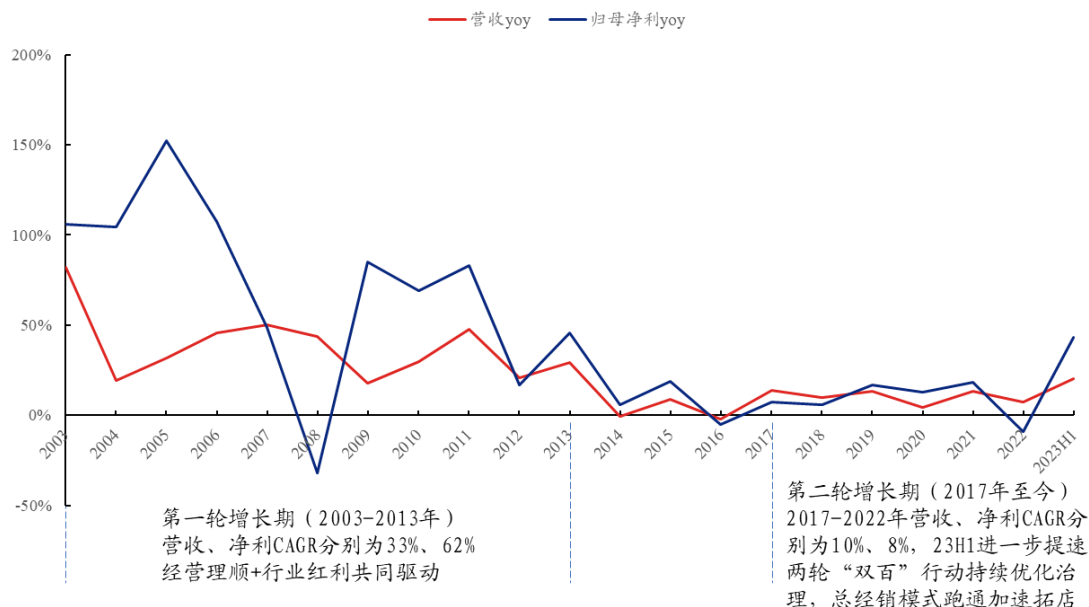
图8：公司历史 PE (TTM) 复盘


资料来源：Wind、公司公告，信达证券研发中心

一、公司治理：审时度势，百年品牌重放光彩

复盘公司历史上有两轮业绩快速增长期，分别是 2003-2013 年、2017 年以来。我们认为第一轮增长（2003-2013 年）可以归因于经营理顺后获益行业成长初期红利；而第二轮增长则独立于行业 beta（行业增速下滑），主要来自公司两轮“双百”行动持续优化治理提升人员激励、解决股权历史遗留问题、总经销模式跑通后加速开店提份额。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

图9：公司历史上经历两轮业绩快速增长期


资料来源：公司公告、Wind，信达证券研发中心

1.1、第一轮增长期（2003-2013年）：经营理顺+行业红利共同驱动

公司自 1996 年重组以来，曾一度面临经营困境，时任第一铅笔董事长胡书刚、副董事长石力华在 2001 年参与到公司实际经营中，经历 2 年时间通过多项改革成功扭转局面。2003 年正值行业步入十年黄金成长期，公司经营理顺后开始全国性扩张，把握行业红利。

1.1.1、20 世纪末，民间市场逐步放开，行业迎来十余年的高速成长期

复盘 20 世纪以来我国黄金首饰行业发展历程，我们将其分为 5 个阶段，其中 2003-2013 年行业十年高速成长期主要得益于 20 世纪末开始国家逐步放开黄金首饰销售限制，1982-1985 年老庙、老凤祥、菜百首饰等（或其前身）成为首批获准销售黄金首饰的品牌；2000-2003 年中国人民银行陆续放开商业企业开展旧金收兑业务限制，组建上海黄金交易所，国务院取消了黄金生产加工、批发、零售等审批环节，进一步激发黄金首饰民间消费市场活力。

表1:珠宝行业发展阶段复盘

	20 世纪末期	21 世纪初-2013 年	2014-2016 年	2017-2019 年	2020 年至今
阶段特征	行业发展初期，逐步放开民间市场	10 年高速成长期	金价下跌、行业发展步入成熟期	行业集中度提升，渠道拓展、品类升级	行业进入新一轮增长期，集中度继续提升
行业增速		2003-2013 年 CAGR 为 34%	2014-2016 年 CAGR 为 0%	2017-2019 年 CAGR 为 -6%	2020-2022 年 CAGR 为 13%
行业背景	1) 1949 年开始，国内金银买卖由中国人民银行统一管理； 2) 1982 年，国家正式放开了黄金内销政策，	1) 2000 年，中国人民银行批准老凤祥经营旧金饰品收兑业务，成为中国第一家被批准试点的商业企业；	1) GDP 增速放缓，国家经济发展进入新常态； 2) 2013 年来金价拐点，“抢金潮”	行业集中度逐年提升，CR10 从 2017 年的 19% 升至 2019 年的 23%	CR10 进一步升至 2022 年的 33%

	1982-1985 年老凤祥、菜百首饰等一批品牌（或其前身）陆续获批开始销售黄金首饰； 3) 1993 年黄金定价由固定转浮动，黄金配售价格与国际市场金价一致。	2) 2001 年，中国人民银行取消黄金“统购统配”计划管理体制，组建上海黄金交易所； 3) 2003 年，国务院取消黄金生产加工、批发、零售等审批环节。	透支为了需求。 2014 年开始作为主要消费场景的婚庆、新生儿送礼需求逐年下滑，使得行业 2014-2019 年 CAGR 为-2%，行业发展步入成熟期。		
竞争壁垒	牌照优势、渠道优势		渠道为王，头部品牌以加盟模式快速拓店		渠道为核心竞争力的同时，品牌力、产品力愈发重要
消费者画像	婚嫁为主要市场，消费者关注黄金保值需求			一二线城市悦己需求开始较快增长，黄金保值属性凸显	

资料来源：中国人民银行，中国黄金报，国务院，上海黄金交易所，老凤祥官网，欧睿，国家统计局，Wind，iFind，信达证券研发中心

1.1.2、“改制-转型-整顿-重组”，公司经营逐步理顺，聚焦珠宝主业

改制：重组为老凤祥有限公司，成立职工持股会

1996 年 4 月 19 日，上海老凤祥首饰总厂重组为老凤祥有限责任公司，第一铅笔持股 29.94%，其下属控股子公司上海福斯特笔业持股 20.5%，第一铅笔的第一大股东上海轻工持股 27.57%。

老凤祥有限组建后，成立了“老凤祥有限”职工持股会，以现金和历年工资结余形式出资入股。截至 2018 年 9 月混合所有制改革前，老凤祥有限职工持股会持股 15.99%，三名自然人股东石力华、辛志宏、张盛康分别持股 4.24%、0.97%、0.79%，分别代表 23、13、11 名公司经营技术骨干（均含本人）持股份额，合计为 21.99%。

转型：第一铅笔控股上海老凤祥有限，转型以珠宝为主业

由于原主营业务发展面临瓶颈、受美国反倾销等因素制约，1998 年第一铅笔投资控股上海老凤祥 50.44% 股权，参股上海宝成钻石加工中心 42.64% 股权，开始逐步向珠宝业务转型，两项投资分别于 1999 年和 2000 年开始产生收益。

整顿：管理层参与老凤祥有限实际经营，多效并举扭转局面

2001 年，第一铅笔董事长胡书刚、副董事长石力华出任上海老凤祥有限董事长、总经理，正式参与到老凤祥实际经营中，对老凤祥有限的资产结构、人员结构、股权结构、战略思路进行调整，帮助其扭转经营不善的局面。

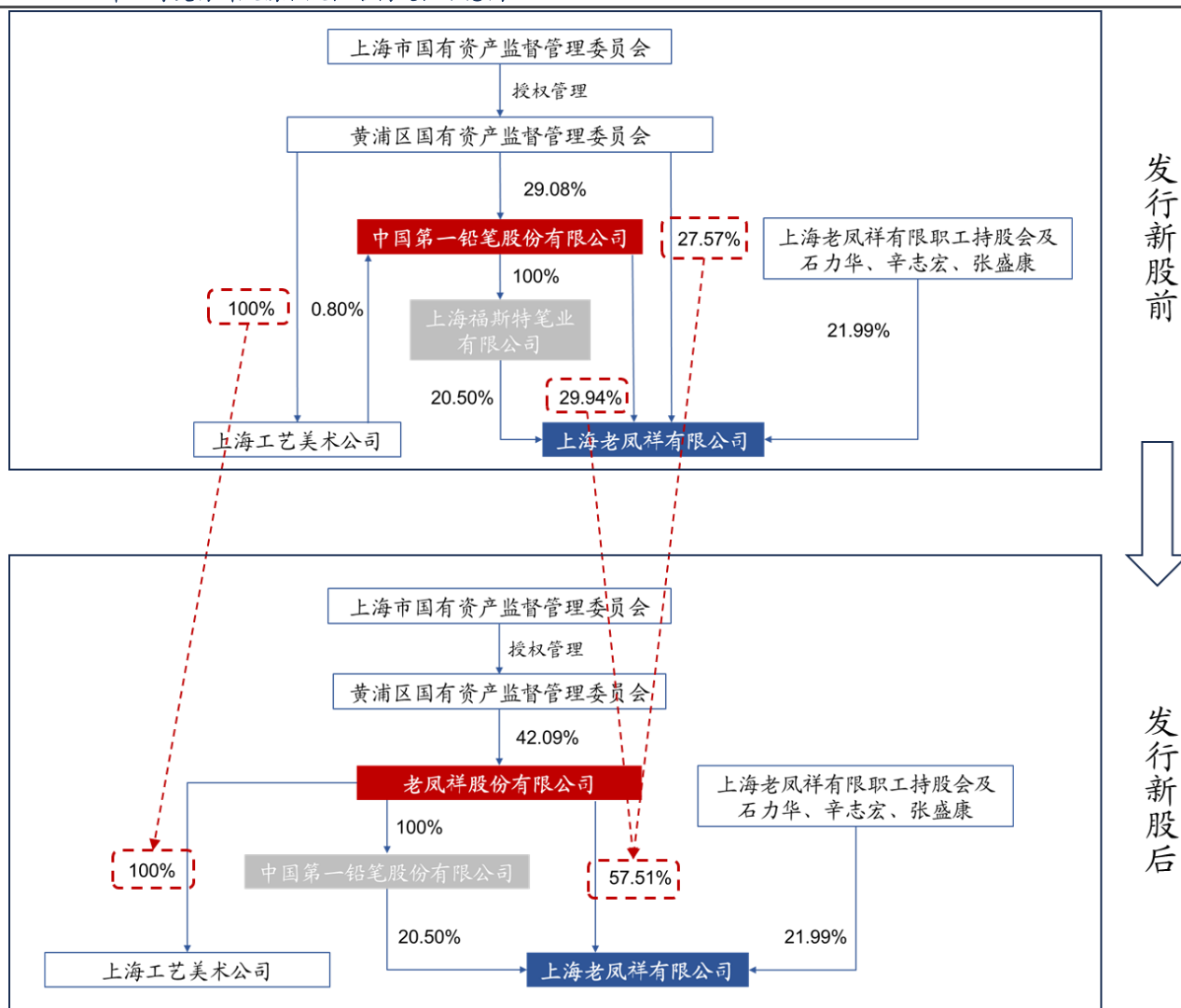
管理层面：1) 改变全员持股模式，2002 年开始要求主要经营管理岗位人员和专业技术人员持股，把原本 1500 人持有的 22% 股份集中到 240 多人手中；2) 改变传统考核机制，实行超额利润奖励；3) 建立“个人赔偿机制”，员工与企业利益强绑定。

经营层面：1) 2001-2003 年清理承包柜台，老凤祥银楼“只卖自己的产品”；2) 放开下属子公司开店限制，加快拓店速度；3) 恢复下属工厂生产，遏制产销分离的恶性循环。

重组：向黄浦区国资委发行股份购买资产，更名“老凤祥股份有限公司”

2009年7月，第一铅笔向控股股东黄浦区国资委以非公开发行股份的方式购买其持有的上海老凤祥有限27.57%股权和上海工美总公司100%股权，并更名为“老凤祥股份有限公司”。交易完成后，上市公司持有老凤祥有限的比例从50.44%提升到78.01%，工美公司整体并入上市公司体内。

图10：2009年公司发行新股前后股权结构变化示意图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：发行新股后，中国第一铅笔股份有限公司（上市公司主体）更名为老凤祥股份有限公司，上海福斯特笔业有限公司更名为中国第一铅笔股份有限公司

1.2、第二轮增长期（2017年以来）：两轮“双百”优化治理，总经销模式跑通加速拓店

1.2.1、两轮“双百”逐步解决历史遗留股权问题，推行市场化用人机制

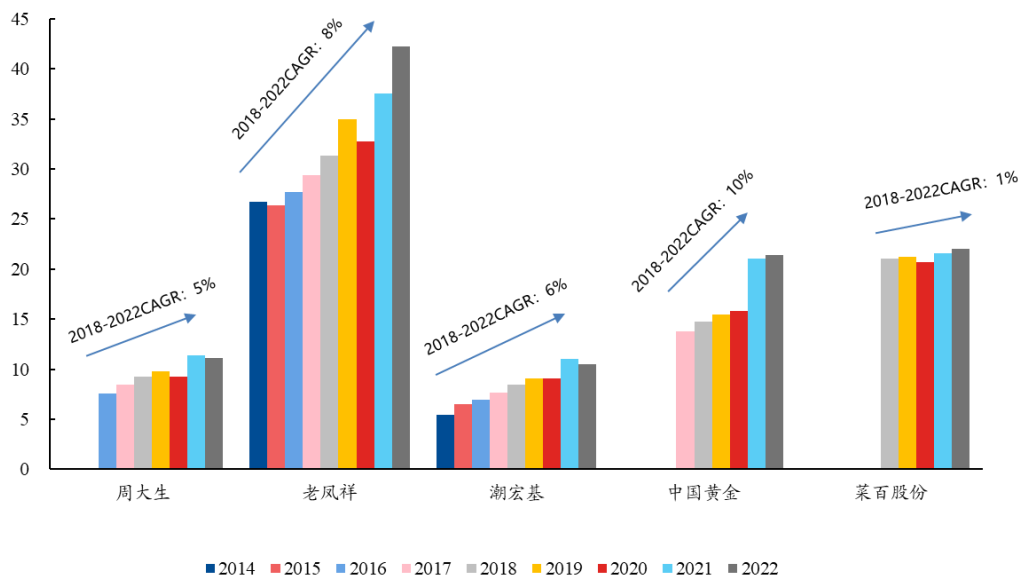
2018年，公司被纳入中央国企改革“双百行动”企业名单，制订了《“双百行动”综合改革实施方案》，此次改革主要针对解决股权遗留问题、推行职业经理人制度、实行市场化用人制度三个方面展开。

表2:公司两轮“双百”行动改革内容梳理

相关文件及执行时间	股权改革	职业经理人制度	“凤翔计划”
2018-2020 年 《“双百行动” 综合改革实施方案》	✓ 2018 年末,石力华等 38 名老凤祥有限经营技术骨干与国新张创共同发起设立工艺美术基金,总规模 30 亿元,用于受让 38 名经营技术骨干所持有的老凤祥有限 21.99%非国有股权。此次交易中经营技术骨干合计出资 4.74 亿元,持股工艺美术基金 15.7%,间接持股老凤祥有限 3.47%。 ✓ 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《下属子公司股权改革工作方案》,年内完成了其中上海老凤祥钻石加工中心自然人股东 9.71% 股权的改革,引进战略投资者国新双百壹号,解决了其股权的历史遗留问题。	✓ 2020 年初公司选取老凤祥钻石加工公司、珠宝玉器公司和中铅公司 3 家不同类型子公司进行试点,4 月完成所有选聘和签约工作	✓ 2017 年 3 月启动人才培养凤翔计划,探索后备干部选拔任用新模式,扩大人才选拔范围
2021-2022 年 《2021-2022 新一轮双百改革实施方案》	✓ 2022 年推进上海工美拍卖行、上海老凤祥发廊艺术品有限公司等企业的股权结构调整优化 ✓ 梳理和调整中铅板块和工美板块下属子公司的股权关系	✓ 2021、2022 年分别实施了第二批 14 家、第三批 8 家企业(部门)的职业经理人制度,截至 2022 年底已在全公司三分之二以上企业实施职业经理人制度,完成列计划预定的全部三批次职业经理人试点。	✓ 2021 年启动新一轮凤翔计划,两年来(2021-2022)新增中高级专业人员 48 人,较上一轮改革新增 16 人。 ✓ 2022 年推进“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,建立起“利益共享、风险同担”的激励机制。

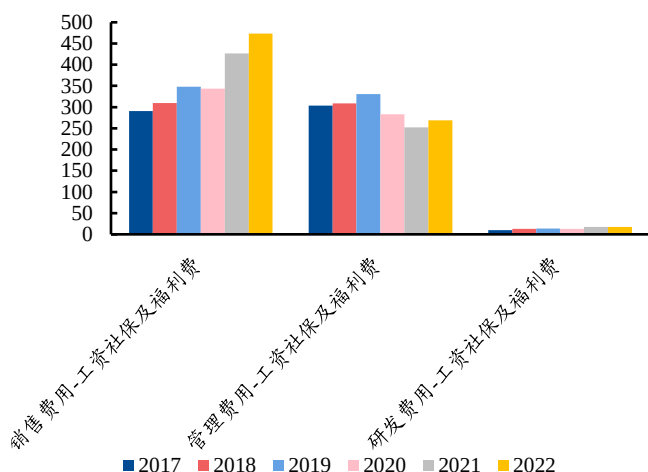
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

推行市场化用人机制后,公司人均薪酬水平进一步提升,且明显高于同业,2022 年达到 42.2 万元,2018-2022 年 CAGR 为 8%,同期人均创利 CAGR 为 12%,市场化机制释放经营活力。

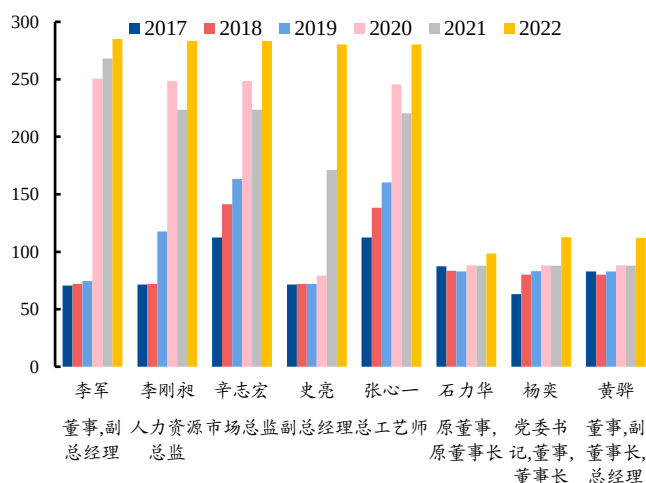
图11：公司人均薪酬水平高于同业且较快增长（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

拆分来看,人均薪酬的增长主要来自销售相关人员,同时研发相关人员薪酬水平也稳步提升,而管理相关人员 2020 年开始薪酬有所缩减。从核心高管薪酬水平来看,2018 年“双百行动”前职能及管理型高管薪酬水平差异不大,而 2018 年开始主要职能型高管薪酬有明显提升。

图12：人均薪酬增加主要来自销售相关人员（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图13：核心职能型高管薪酬 2018 年以来陆续有明显提升（万元）


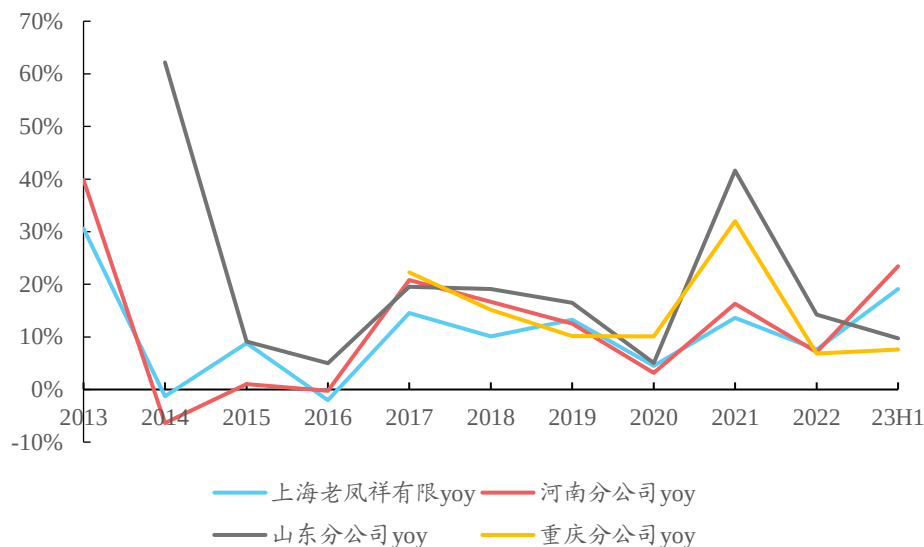
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2.2、总经销+区域合资公司模式跑通，开启第二轮增长

2010 年,上海老凤祥有限与河南总经销商合资成立销售子公司,老凤祥有限持股 51%。2013、2015 年将“河南模式”进一步拓展至山东、重庆,同时进一步拓展区域总经销。至 2017 年,公司销售体系主要由 24 家区域总经销以及 3 家区域合资公司构成,渠道模式基本得到稳固。

2017 年以来公司开始新一轮增长，区域合资公司有较大贡献。2016-2022 年，河南/山东/重庆分公司营收 CAGR 分别为 13%/19%/16%，均快于上海老凤祥有限的 11%。

图14：2016-2022 年 3 家区域合资公司营收增速总体快于上海老凤祥有限



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

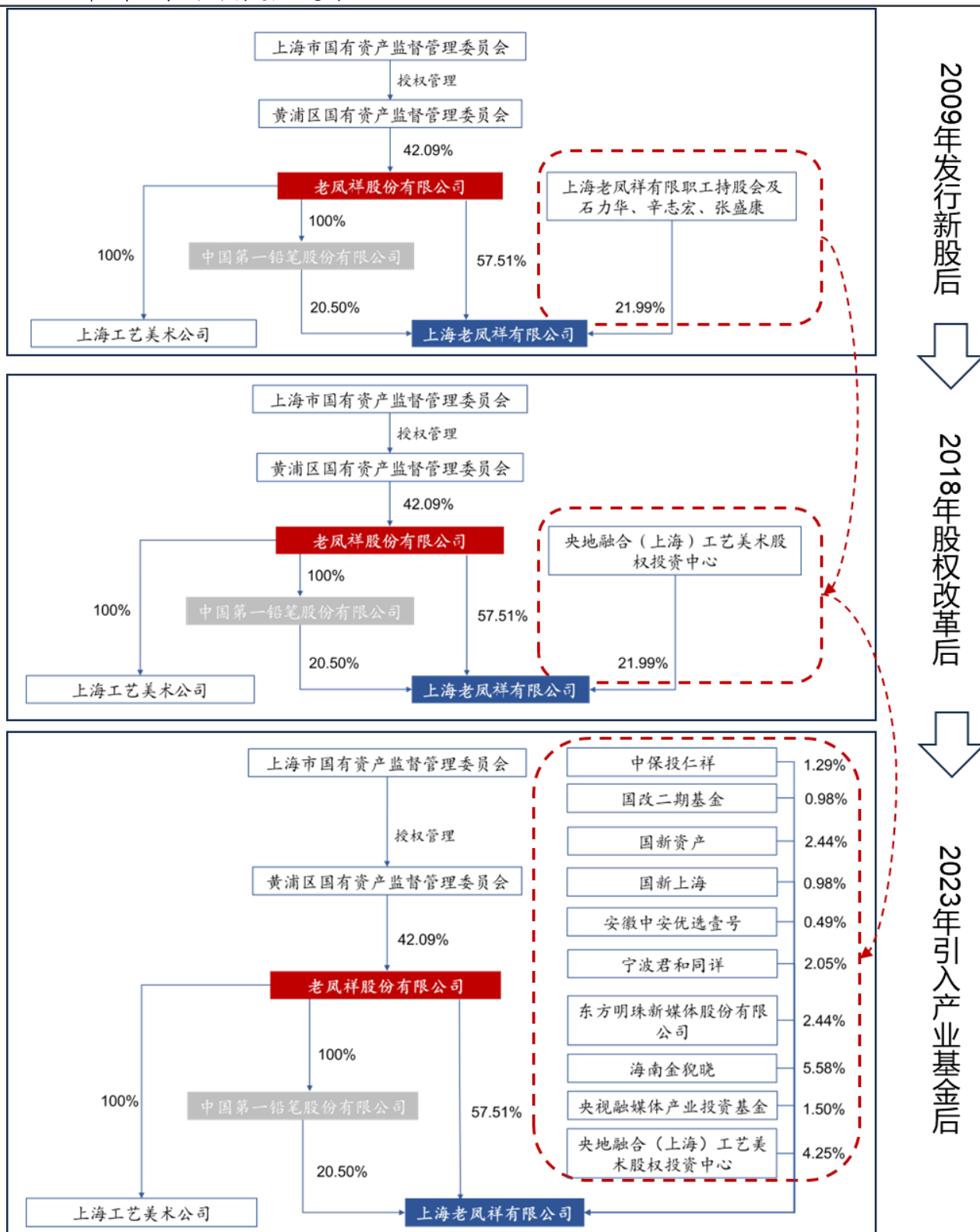
2023 半年报中，公司继续强调落实总经销责任，激发总经销管理市场、拓展市场的积极性，总经销+区域合资公司模式进一步推进。值得注意的是，公司拟通过总经销入股的形式强化利益绑定、形成更稳固的合作关系。2023 年 4 月公司公告海南金貌晓将受让工艺美术基金所持有的上海老凤祥有限 5.5816%股权，海南金貌晓的 20 位合伙人均为老凤祥有限的总经销或其关联人士。

1.3、制定《三年行动计划》，解决历史遗留问题，业绩增长有望再提速

2022 年，公司在总结了“十三五”规划完成的基础上，系统编制完成了《老凤祥股份有限公司“十四五”发展规划》。为进一步有效落实公司“十四五”发展规划，加快培育和形成发展新动能、新活力，公司结合发展现状与特点，制定了《老凤祥股份有限公司全力推动高质量发展三年行动计划（2023-2025 年）》，旨在进一步解决历史遗留问题，股权结构及激励机制理顺后公司有望进入新一轮成长期。

股权方面，1）继续调整文教用品板块的股权结构，促进文教用品板块集约化发展；2）持续优化工艺美术板块的整体运营架构。2023 年 3 月、4 月，央视融媒体产业投资基金、海南金貌晓分别拟受让工艺美术基金持有的上海老凤祥有限公司 1.5%、5.5816%非国有股权；8 月，公司公告中保投仁祥基金、国改二期基金、国新资产、国新上海、安徽中安优选壹号、宁波君和同祥将受让工艺美术股权投资中心持有的上海老凤祥有限 8.22%股权；9 月，公司公告东方明珠新媒体股份有限公司拟受让工艺美术基金持有的上海老凤祥有限 2.44%非国有股权。上述交易完成后，工艺美术股权投资中心尚持有上海老凤祥有限 4.25%的股权。

经营目标方面，公司提出在“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目标，努力实现新一轮的跨越式发展。

图15：2018年以来公司股权结构变化示意图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：截至2023年8月27日，央视融媒体产业投资基金已完成工商变更登记，其他出资方工商变更尚未完成。

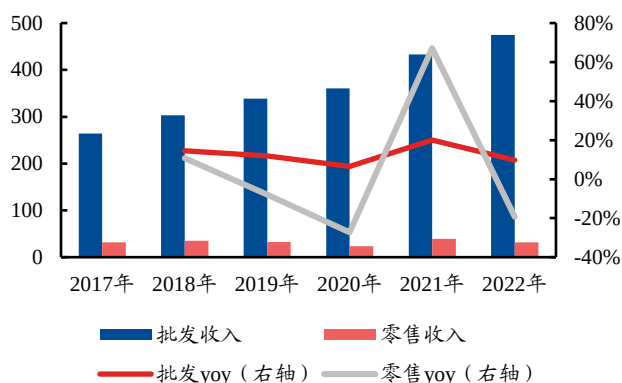
二、销售模式：渠道优势为基，龙头规模效应凸显

2.1、批发收入贡献主要增长，规模化优势下各项营运指标优异

公司销售模式以批发为主，批发收入规模自 2017 年以来保持平稳增长，CAGR5 为 12%；零售规模总体平稳，CAGR5 为 0%。2022 年，公司实现批发收入 475 亿元，零售收入 32 亿元，占总营收比例分别为 75%/5%。

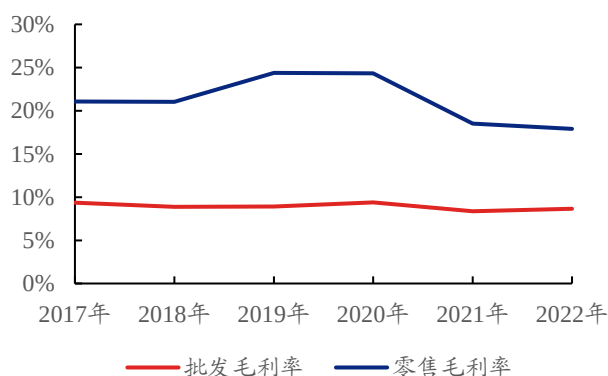
批发毛利率近 5 年来稳定在 9% 左右，零售毛利率自 2021 年开始有所下滑，2022 年为 18%。

图16：公司销售模式以批发为主



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

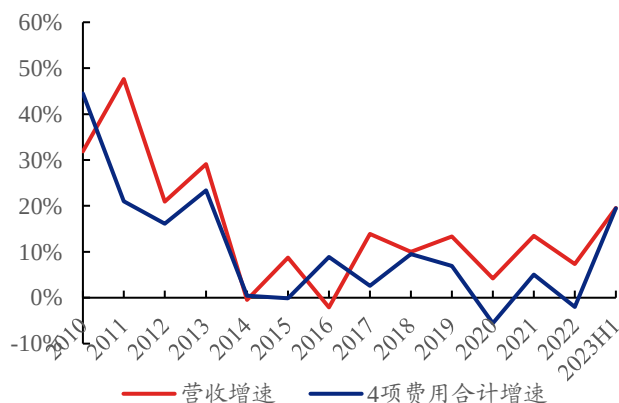
图17：公司批发业务毛利率稳定在约 9%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

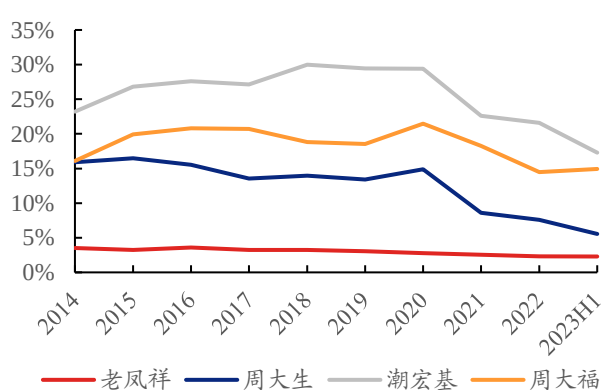
以批发为主的模式下，公司业绩增长呈现较强规模效应，自 2010 年以来，历年营收增速总体快于 4 项费用合计增速，且公司 4 项费用率显著低于同业。

图18：公司营收增速快于 4 项费用合计增速



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图19：公司 4 项费用率显著低于同业



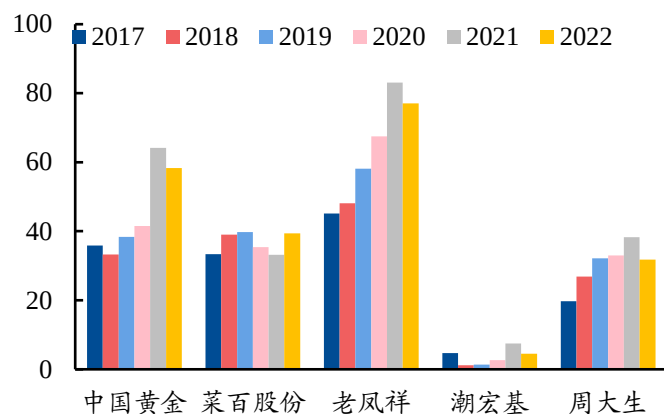
资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

规模化效应下公司人均创利呈较快增长且显著优于同业。2022 年公司人均创利 77 万元，2017-2022 年 CAGR 为 11%，快于归母净利的 CAGR 8%，人均生产效率持续提升。

2022 年公司加权 ROE 为 18%，较 2021 年下降 4PCT 主要因为 2022 年疫情影响归母净利。

2016-2022 年，公司 ROE 稳定在 20%-22%，处同业较高水平。

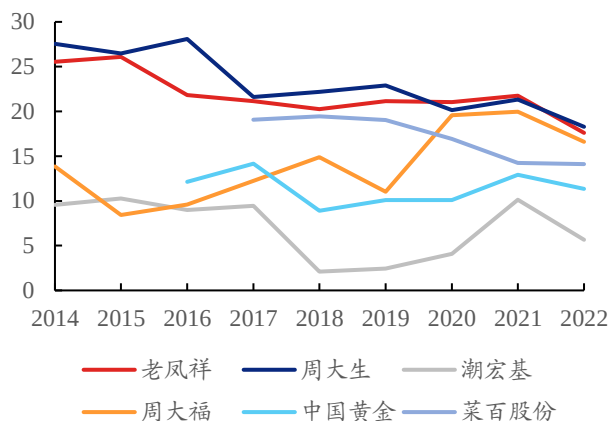
图20：公司规模效应下人均创利持续增长（万元）



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

注：人均创利使用公司历年归母净利润和员工总数计算得到

图21：公司 ROE 相较同业较优（%）

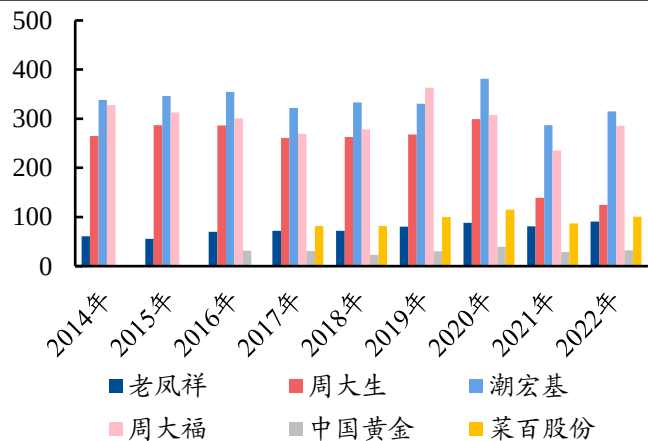


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

存货周转效率主要与品类结构及直营业务占比有关，公司存货周转水平同业中较优。

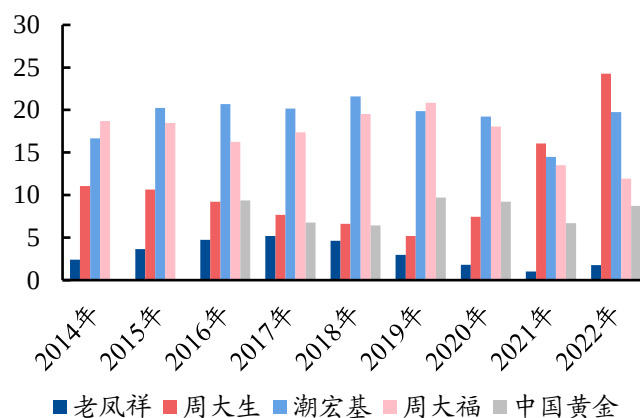
对于以加盟为主要销售模式的公司，应收账款周转效率反映对加盟商议价能力，公司显著领先同业，且 2019 年以来有进一步优化。

图22：公司存货周转天数快于同业（次/年）



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

图23：公司应收账款周转天数快于同业（次/年）

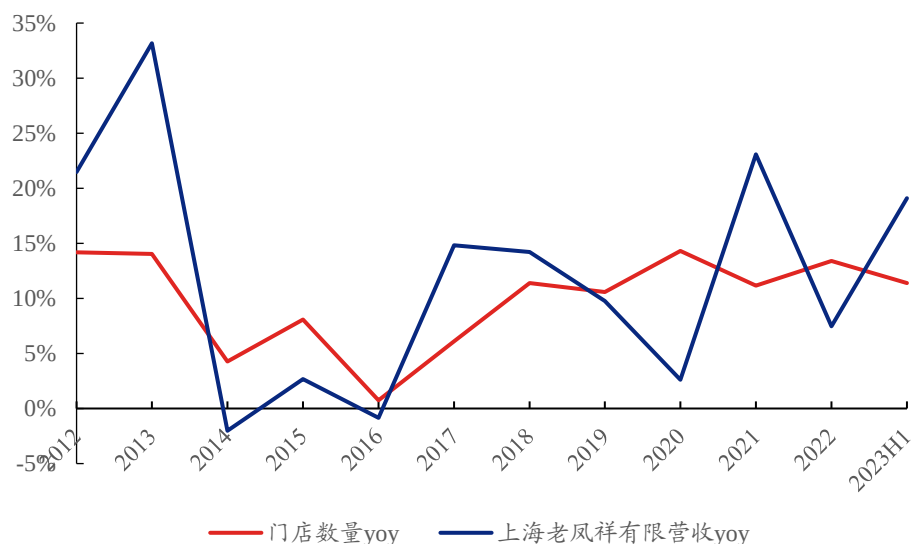


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

2.2、渠道扩张仍为主要驱动力，同店有望接力增长

2017 年以来，门店数量以每年 10%+ 的稳定增速扩张，2017-2022 年门店数量 CAGR 为 12%，上海老凤祥有限的营收 CAGR 为 11%，开店贡献了主要增长。

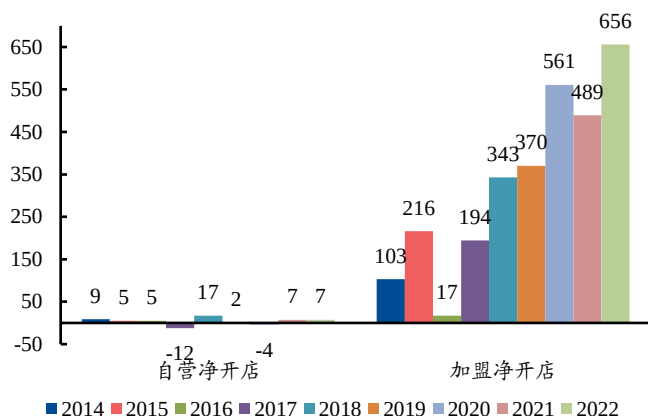
2023H1 公司总门店数净增长 22 家，同比 2022H1 期末增长 11%，上海老凤祥有限的营收同比增长 19%，店均收入增长的贡献增加。

图24：2017 年以来开店贡献主要增长


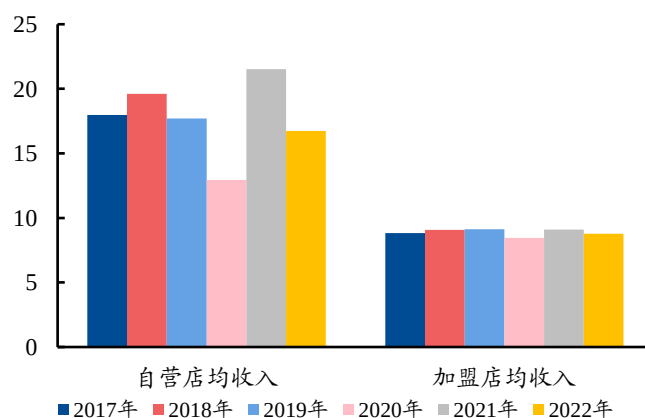
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司总收入增长主要来自批发收入的增长，2017 年以来批发收入的增长主要由门店扩张带来，加盟店均收入总体平稳，2020、2022 年受疫情影响略有下降，2021 年恢复至 2019 年的 100%。

自营门店数量小幅增长，店均收入水平呈现波动，其中 2020 年受疫情影响较大，2021 年恢复至超疫情前水平，达到 2018 年的 110%、2019 年的 122%；2022 年再次受疫情影响，但好于 2020 年，我们预计 2023 年有望再次恢复至 2021 年水平。

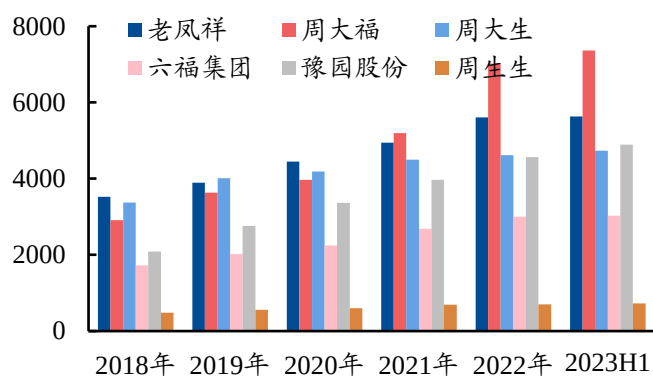
图25：公司加盟门店 2018 年开始加速扩张（家）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

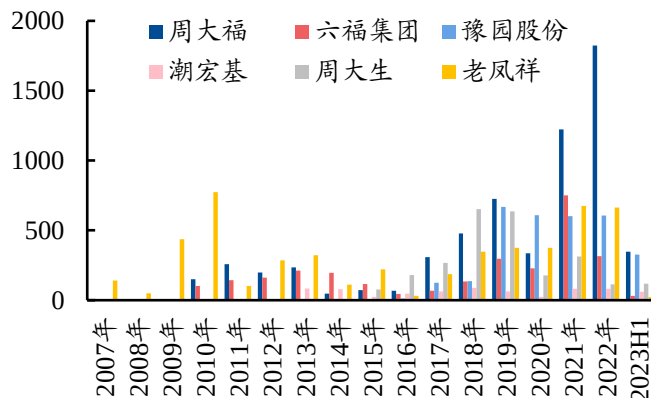
图26：公司自营、加盟店均收入 2017 年来总体平稳（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

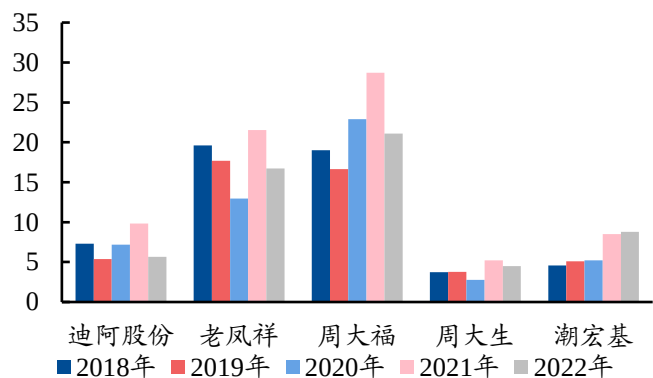
行业集中度 2017 年以来持续提升的底层逻辑仍然主要是头部品牌不断强化的渠道壁垒。而除了渠道优势之外以老凤祥、周大福为代表的龙头还具备门店运营效率优势，我们认为头部品牌率先完成线下渠道建设之后将由门店扩张驱动转向同店增长驱动，产品力、品牌力将成为新的竞争壁垒。

图27：重点黄金珠宝上市公司期末珠宝门店数量（家）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

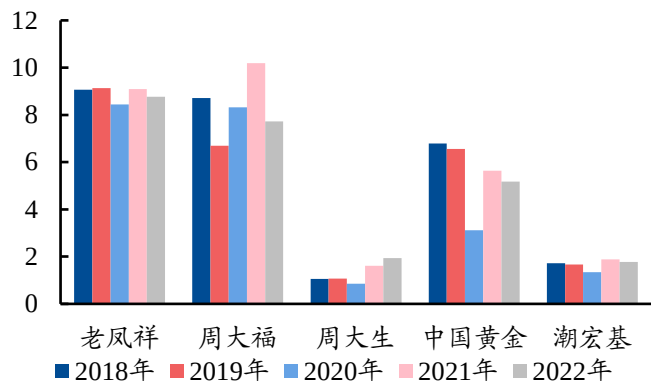
图28：重点黄金珠宝上市公司每年珠宝净开店数量（家）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图29：主要品牌直营店均收入对比（百万元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：周大福 FY2023 对应其他品牌 2022 年报数据，依此类推；周大福数据已换算成人民币口径。

图30：主要品牌加盟店均收入对比（百万元）


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：周大福 FY2023 对应其他品牌 2022 年报数据，依此类推；周大福数据已换算成人民币口径。各公司批发定价、产品结构、收入确认方式存在差异，加盟店均收入规模受多个因素影响。

2020 年以来，在注重开店数量和速度的同时，公司较早开始关注开店质量，逐步在各区域打造有代表性的老凤祥形象店，树立珠宝行业标杆。2021 年公司提出以代表典雅的“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，分别于 2022 年、2023 年举行“老凤祥藏宝金”和“凤祥喜事”主题产品的首发式。

秉承“传承为本、创新为魂”的发展理念，“藏宝金”门店兼具古典优雅与现代时尚，展示具有很高美学艺术鉴赏价值与传承价值的精品。“凤祥喜事”主题店则以年轻人为主要消费群体，融合传统喜庆文化，推出以“人生八喜”为创意的消费场景和创意产品。

图31：定位高端典雅的“藏宝金”门店形象



资料来源：老凤祥官网，信达证券研发中心

图32：定位年轻婚庆的“凤祥喜事”门店形象

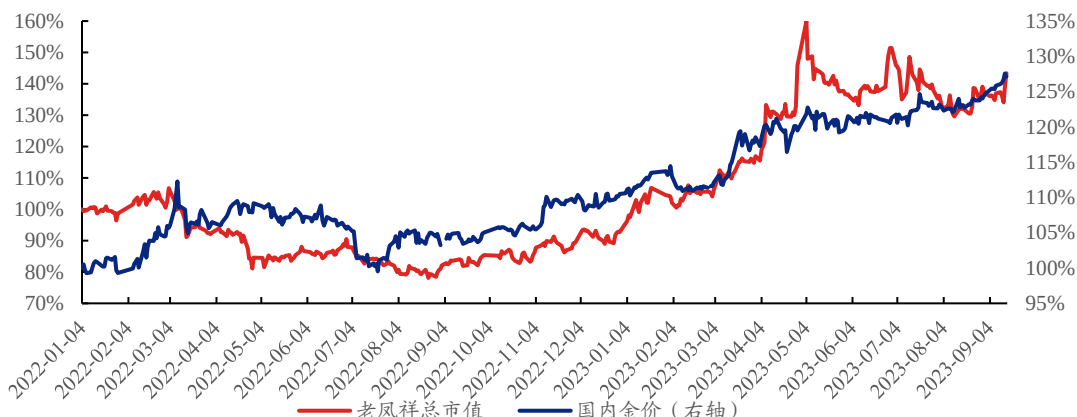


资料来源：老凤祥官网，信达证券研发中心

三、采购模式：黄金产销量大，金价上涨有望受益

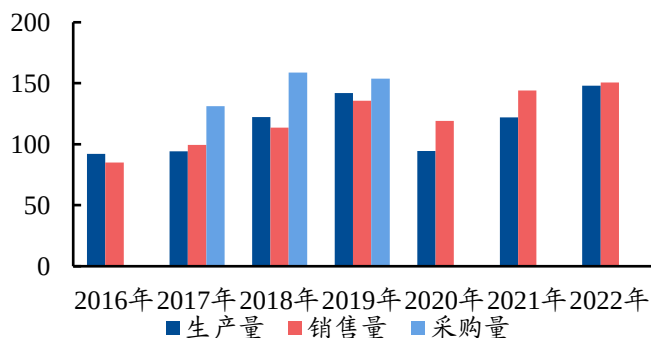
复盘 2022 年以来公司总市值，与国内金价走势呈现较强相关性。我们认为主要由公司采购模式决定。公司历年黄金采购、生产、销售量较大，2022 年产销量均在 150 吨左右，较大比例为现货采购。从公司存货结构来看，库存商品、原材料、在产品合计占比总体在 90% 以上。生产加工周期内金价上涨，公司有望受益于存货的增值。

图33：公司总市值走势与国内金价呈现较强相关性



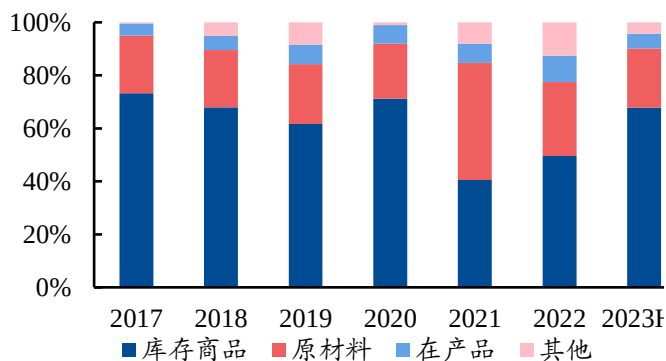
资料来源：Wind，上海黄金交易所，信达证券研发中心

图34：公司每年黄金采购、生产、销售量较大（吨）

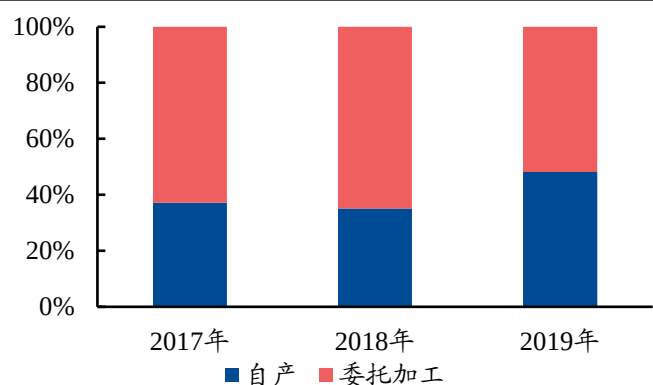


资料来源：Wind，上海黄金交易所，信达证券研发中心

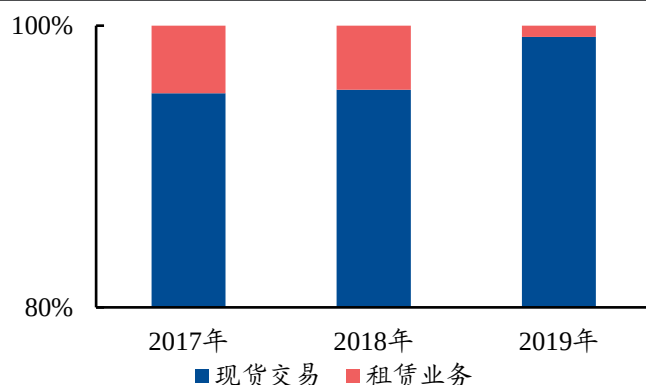
图35：公司存货结构中库存商品和原材料占比较高



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

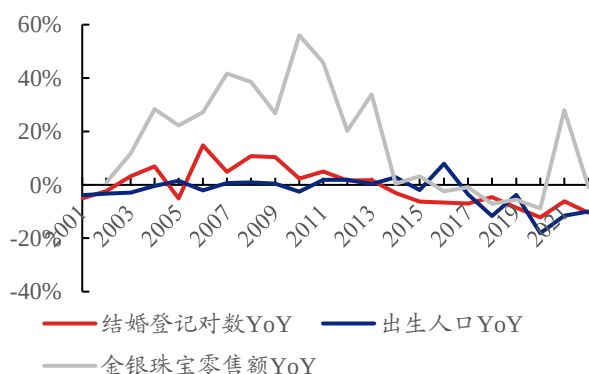
图36：公司黄金产品自产比例逐步提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

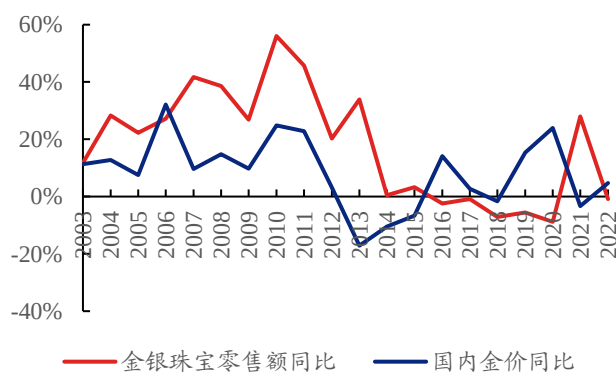
图37：公司黄金原料以采购以现货交易为主


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们认为公司采购生产周期内金价上涨将受益，但并不意味着金价回调就会带来直接负面影响。从黄金珠宝终端消费逻辑看，我们认为此轮 2021 年开始的行业景气上行并非主要由金价上涨驱动，而是主要由黄金产品供给侧升级、悦己性消费需求增长带来。因此，从公司投资逻辑角度，更应关注长期市占率提升、公司治理不断优化、龙头强者恒强趋势，同时金价上行有望带来额外业绩弹性。

图38：2021 年以来行业增速与婚庆、人口相关性减弱


资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图39：2016 年以来行业增速与国内金价呈反向变动


资料来源：国家统计局，上海黄金交易所，iFind，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

4.1、盈利预测及假设

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 770/882/997 亿元，同比增长 22%/15%/13%；毛利率分别为 8.2%/8.3%/8.3%，同比提升 0.6/0.1/0.0PCT。具体分业务来看：

批发业务预计实现营收 769/881/995 亿元，同比增长 22%/15%/13%，仍为公司业绩增长主要贡献，由开店和店均收入增长共同驱动。我们预计 2023-2025 年加盟门店数量保持每年

600 家的净增, 店均收入贡献则获益于门店调改升级、产品升级预计将有稳健增长, 2023 年考虑金价上涨因素有望恢复至超疫情前水平。预计 2023-2025 年毛利率持平在 9%。

零售业务预计实现营收 43/46/48 亿元, 同比增长 34%/7%/6%。我们预计自营门店数在 2023-2025 年每年净增长 10 家, 2023 年自营店均收入恢复至 2021 年水平, 并在 2024-2025 年延续小幅增长。我们预计自营业务毛利率 2023-2025 年稳定在 18%。

黄金交易业务预计实现营收 127/133/140 亿元, 同比增长 5%/5%/5%, 毛利率预计稳定在 0.5%。

其他主营业务主要包含工艺品及笔类的销售, 预计实现营收 1.6/2.0/2.3 亿元, 同比增长 35%/25%/20%。笔类及工艺品收入增长有望提速, 主要考虑 23H1 公司加强与上海博物馆等的合作, 深度开发具有艺术价值的 IP 饰品; 文教用品业务助力内贸渠道销售, 配合电商上新推广, 打造数字营销新场景等, 有望为创收做出贡献。毛利率预计 2023-2025 年稳定在 8%, 较 2022 年提升 2PCT。

表3:老凤祥 2023-2025E 营业收入拆分 (亿元)

	2023E	2024E	2025E
营业总收入	770	882	997
——YOY	22%	15%	13%
营业总成本	707	809	914
——毛利率	8.2%	8.3%	8.3%
主营业务收入	769	881	995
——YOY	22%	15%	13%
营业总成本	706	809	913
——毛利率	8.1%	8.2%	8.2%
批发业务收入	598	700	805
——YOY	26%	17%	15%
期末加盟门店数	6015	6615	7215
净开店	600	600	600
店均收入贡献 (百万元)	10.5	11.1	11.6
——YOY	12%	6%	5%
营业成本	544	637	732
——毛利率	9.0%	9.0%	9.0%
零售业务收入	43	46	48
——YOY	34%	7%	6%
期末自营门店数	204	214	224
净开店	10	10	10
店均收入贡献 (百万元)	21.5	21.9	22.1
——YOY	29%	2%	1%
营业成本	35	38	40
——毛利率	18.0%	18.0%	18.0%
黄金交易业务收入	127	133	140

——YOY	5%	5%	5%
营业成本	126	133	139
——毛利率	0.5%	0.5%	0.5%
其他主营业务收入	1.6	2.0	2.3
——YOY	35%	25%	20%
营业成本	1.4	1.8	2.2
——毛利率	8.0%	8.0%	8.0%
其他业务收入	1.5	1.5	1.5
——YOY	6%	0%	0%
营业成本	0.5	0.5	0.5
——毛利率	66%	66%	66%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们预计公司 2023-2025 年销售费用率小幅提升，管理费用率小幅下降，研发费用率持平。其中，三项费用中的工资社保及福利费预计在 2023 年有较大幅度增长，主要由于 23H1 完成了第三批职业经理人签约和第一批职业经理人续签工作，进一步完善市场化用人和激励机制；我们预计 2024-2025 年工资社保及福利费将保持稳步增长，特别是销售、研发相关人员薪酬提升幅度更大。

此外，我们预计销售费用中的广告费部分将较快增长，主要考虑公司持续推进“藏宝金”、“凤祥喜事”门店升级焕新、加强品牌建设。

三项费用中的其他项目预计在 2023-2025 年保持平稳。

表4:老凤祥 2023-2025E 三项费用拆分（百万元）

	2023E	2024E	2025E
销售费用	1016	1170	1338
——YOY	23%	15%	14%
销售费用率	1.32%	1.33%	1.34%
同比变动（PCT）	0.00	0.01	0.01
工资社保及福利费	640	767	906
——YOY	35%	20%	18%
广告费	90	117	147
——YOY	30%	30%	25%
其他	286	286	286
——YOY	0%	0%	0%
管理费用	496	550	571
——YOY	23%	11%	4%
管理费用率	0.64%	0.62%	0.57%
同比变动（PCT）	0.00	-0.02	-0.05
工资社保及福利费	363	417	438
——YOY	35%	15%	5%
其他	133	133	133
——YOY	0%	0%	0%

研发费用	40	46	53
——YOY	26%	18%	13%
研发费用率	0.05%	0.05%	0.05%
同比变动 (PCT)	0.00	0.00	0.00
工资社保及福利费	24	28	33
——YOY	35%	20%	15%
物料消耗	10	11	12
——YOY	10%	10%	10%
委托外部研发费	3	4	4
——YOY	30%	25%	15%
其他	3	4	4
——YOY	20%	15%	10%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.46/27.29/31.62 亿元，同比增长 32%/22%/16%，每股收益分别为 4.29/5.22/6.04 元。截至 2023 年 9 月 22 日收盘价，对应 2023-2025 年 PE 分别 15/12/11X。

表5:老凤祥业绩预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	58,691	63,010	77,019	88,232	99,686
——YOY	13.5%	7.4%	22.2%	14.6%	13.0%
——毛利率	7.8%	7.6%	8.2%	8.3%	8.3%
归母净利润	1,876	1,700	2,246	2,729	3,162
——YOY	18.3%	-9.4%	32.1%	21.5%	15.8%
——归母净利率	3.2%	2.7%	2.9%	3.1%	3.2%
ROE(%)	20.4%	16.8%	19.5%	20.5%	20.5%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2、估值与投资建议

我们选取 A 股黄金珠宝相关标的中国黄金菜百股份、周大生、潮宏基，以及港股相关标的周大福、周生生、六福集团为可比公司。以 2023 年 9 月 22 日收盘价计算，2023-2025 年 A 股可比公司平均 PE 分别为 16/13/11X，港股可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 9/8/7X。公司为黄金珠宝行业龙头，历史业绩兑现稳健，给予 2024 年目标 PE 16X，合理市值 437 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表6:可比公司估值表

公司	代码	股价（元）	EPS（元/股）				PE			
		2023/9/22	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中国黄金	600916.SH	11.10	0.46	0.56	0.68	0.80	24	20	16	14
A 股 菜百股份	605599.SH	13.60	0.59	0.98	1.14	1.30	23	14	12	10
周大生	002867.SZ	18.10	1.00	1.32	1.63	1.91	18	14	11	9

潮宏基	002345.SZ	6.58	0.22	0.45	0.55	0.67	30	15	12	10
平均							24	16	13	11
周大福	002697.SZ	11.42	0.63	0.83	0.98	1.13	18	14	12	10
周生生	601933.SH	9.88	0.67	1.64	1.89	1.94	15	6	5	5
六福集团	603708.SH	20.05	2.19	2.80	3.27	3.83	9	7	6	5
平均							14	9	8	7
老凤祥	600612.SH	66.08	3.25	4.29	5.22	6.04	20	15	13	11

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：中国黄金、莱百股份、周大生、潮宏基、周大福、老凤祥 EPS 为信达证券研发中心预测，周生生、六福集团为 Wind 一致预期；港股公司股价、EPS 均为港元；周大福、六福集团 2023 财年时间范围为 2022.4.1-2023.3.31，与 A 股公司 2022 年报数据进行对应，依此类推。

五、风险因素

金价剧烈波动：公司以黄金首饰的生产销售为主营业务，每年黄金采购、销售量较大，金价剧烈波动可能对公司业绩产生影响。

管理层变动风险：2022 年 7 月原董事长石力华辞任，2023H1 原市场总监辛志宏、人力资源总监李刚昶离任。管理层变动可能对公司经营战略产生影响。

拓店不及预期：2017 年以来，门店增长一直是公司业绩增长的主要来源，拓店不及预期可能影响公司业绩兑现。

消费需求疲软：我国居民消费不及市场预期，更偏向于提升储蓄率规避风险。

跨市场选取可比公司风险：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,011	24,747	27,538	30,651	34,382
货币资金	7,046	5,577	5,286	6,031	6,728
应收票据	0	370	443	430	512
应收账款	177	442	510	523	620
预付账款	39	42	49	57	64
存货	12,549	16,799	19,728	22,085	24,927
其他	1,200	1,517	1,522	1,526	1,531
非流动资产	1,264	1,258	1,042	829	620
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	343	334	328	327	330
无形资产	58	56	53	50	47
其他	863	867	660	452	243
资产总计	22,275	26,005	28,580	31,480	35,002
流动负债	10,102	13,463	13,880	14,110	14,462
短期借款	7,714	6,893	6,993	7,073	7,123
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	524	815	933	956	1,126
其他	1,863	5,755	5,954	6,081	6,213
非流动负债	1,315	560	560	560	560
长期借款	900	200	200	200	200
其他	415	360	360	360	360
负债合计	11,416	14,023	14,440	14,670	15,022
少数股东权益	1,668	1,853	2,602	3,512	4,566
归属母公司股东权益	9,191	10,128	11,537	13,299	15,414
负债和股东权益	22,275	26,005	28,580	31,480	35,002

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	58,691	63,010	77,019	88,232	99,686
同比(%)	13.5%	7.4%	22.2%	14.6%	13.0%
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,246	2,729	3,162
同比(%)	18.3%	-9.4%	32.1%	21.5%	15.8%
毛利率(%)	7.8%	7.6%	8.2%	8.3%	8.3%
ROE%	20.4%	16.8%	19.5%	20.5%	20.5%
EPS(摊薄)(元)	3.59	3.25	4.29	5.22	6.04
P/E	18.09	19.97	15.11	12.44	10.74
P/B	3.69	3.35	2.94	2.55	2.20
EV/EBITDA	7.78	7.04	7.78	6.63	5.71

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	58,691	63,010	77,019	88,232	99,686
营业成本	54,130	58,233	70,697	80,928	91,384
营业税金及附加	232	216	262	300	339
销售费用	797	829	1,016	1,170	1,338
管理费用	402	402	496	550	571
研发费用	31	31	40	46	53
财务费用	267	204	260	265	260
减值损失合计	-4	-3	-3	-3	-3
投资净收益	14	-66	-154	-88	-100
其他	390	-9	-93	-22	-10
营业利润	3,232	3,017	3,999	4,858	5,628
营业外收支	9	11	0	0	0
利润总额	3,242	3,028	3,999	4,858	5,628
所得税	794	760	1,004	1,219	1,413
净利润	2,447	2,268	2,995	3,639	4,215
少数股东损益	571	568	749	910	1,054
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,246	2,729	3,162
EBITDA	3,406	3,626	4,815	5,555	6,333
EPS(当年)(元)	3.59	3.25	4.29	5.22	6.04

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	1,990	964	1,241	2,250	2,330
净利润	2,447	2,268	2,995	3,639	4,215
折旧摊销	208	234	219	221	222
财务费用	330	329	315	318	320
投资损失	-14	66	154	88	100
营运资金变动	-663	-2,027	-2,615	-2,129	-2,641
其它	-318	95	173	113	113
投资活动现金流	17	-53	-320	-199	-216
资本支出	81	-74	-6	-11	-16
长期投资	-72	12	0	0	0
其他	8	9	-314	-188	-200
筹资活动现金流	-560	-2,359	-1,212	-1,306	-1,416
吸收投资	20	0	0	0	0
借款	15,936	11,759	100	80	50
支付利息或股息	-1,310	-1,418	-1,152	-1,286	-1,366
现金流净增加额	1,448	-1,469	-291	745	698

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018 年 7 月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023 年 3 月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。