



买入（首次）

所属行业：纺织服饰/饰品
当前价格(元)：68.70

证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

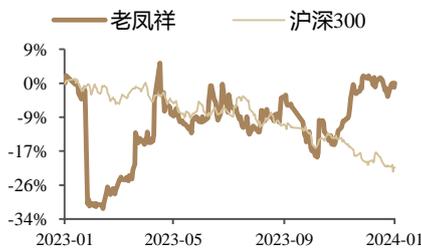
张望

资格编号：S0120524010002

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.34	13.63	19.48
相对涨幅(%)	0.45	21.99	28.92

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

老凤祥（600612.SH）：百年字号历久弥新，改革助力渠道新生

投资要点

- 百年黄金老字号，民族经典传承者。**老凤祥成立于1848年，为上海国资控股的珠宝龙头，旗下设有“老凤祥”、“中华”、“工美”三大品牌，其中珠宝品牌老凤祥2022年已开设线下门店5609家（自营/加盟门店194/5415家），参考欧睿数据2022年公司于我国珠宝行业市占率达7.9%，仅次于周大福。公司经营成长稳健，业绩维持高兑现度，2023年制定高质量发展三年行动，进一步推动股权改革与管理优化，上半年实现营收/归母净利润403.4/12.7亿元，同比增长19.6%/43.0%。
- 景气度上行，关注金价上行与国潮悦己趋势演绎。**老凤祥完整经历行业多强弱周期变化，可持续关注1)短期金价上行：海外加息预期反转与经济环境不确定下黄金避险属性突出，金价震荡抬升主导行业景气度提升，老凤祥短期有望受益于投资与消费需求两旺驱动的量价齐升+金价上行带动的利润增厚与存货增值。2)长期悦己需求与国潮趋势：当前我国珠宝规模已超8000亿元，自戴场景占比近39%，古法金&国潮风等新品类迭代驱动的非婚悦己消费有望开启行业增长新动力。
- 两轮“双百”后的新三年，股权与管理活力释放。**公司经历改制重组与2018-2022年两轮“双百”后有效解决股权与管理等存在的历史问题，深化改革进一步释放经营活力与渠道成长性。1)管理上：引进市场化机制，至2022年末公司旗下2/3企业已实施职业经理人制度，激发经理层工作积极性，人均薪酬42万元领先同业；2)股权上：两轮双百引入国新投资并设立工美基金优化股权结构，受让21.99%的非国有股权，2023年改革新起点上公司持续引进经销商海南金貌晓、央视融媒体产业基金、国改二期基金等外部股东，进一步促进股权结构多元化发展。
- 强省代绑定业绩韧性，轻资产深拓下沉渠道。**省代优势体现在轻资产属性与高度灵活的渠道策略，在不同区域以“五位一体”平衡集团与经销商利益，最大化渠道效率。1)直营端：于区域中心重金打造194家自营银楼，树立营运标杆与品牌形象，测算单店年收入超1600万元；2)加盟端：设立区域总经销商，以批发模式高度放权并层层经销加速线级渠道下沉，最大化加盟商经营自主性与利润空间，当前加盟门店已达5415家，渠道近5年CAGR达12.1%，批发总收入475亿元，占比达94%；同时与省代联合设立合资子公司共享渠道利润，深度绑定共同利益，2016-2022年间河南、重庆、山东三大子公司平均收入CAGR达16%，远超集团整体，至2022年合计收入达109.24亿元。
- 民族底蕴涵养品牌，工美云集引领国潮。**老凤祥以中国文化为底蕴，传承珠宝工艺精华，2022年入选全球奢侈品百强榜单第12位，当前拥有10位国家级与12位市级工艺美术大师，设计团队阵容领衔行业工艺与设计。首饰自产比例接近50%，高效保障产品质量。在经典传承上，藏宝金与凤祥喜事两大子品牌以古法金工艺定位高端；在设计创新上，迎合非婚悦己消费，新推“青绿国色”等国潮系列。
- 盈利预测与投资建议：**老凤祥为国资控股的珠宝行业龙头，百年经营史与金字招牌塑造终端强品牌力，新三年国企改革有望进一步理顺治理结构与股权活性，以“五位一体”灵活的渠道打法放大区域经营积极性，在行业短期金价上涨，长期悦己国潮消费大势下以品牌与渠道的共振持续抢占市场份额。我们预计公司2023-2025年间实现营业收入754/872/991亿元，同增19.7%/15.6%/13.7%，归母净利润23.7/27.7/31.6亿元，同增39.3%/17.0%/14.0%，当前对应2024年PE13倍，首次覆盖并给予“买入”评级。
- 风险提示：**消费不及预期；加盟商管理不善；金价波动风险；存货管理风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	523.12		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	317.11	营业收入(百万元)	587	630	754	872	991
52 周内股价区间(元):	46.97-72.18	(+/-)YOY(%)	13.5%	7.4%	19.7%	15.6%	13.7%
总市值(百万元):	35,938.19	净利润(百万元)	18.8	17.0	23.7	27.7	31.6
总资产(百万元):	26,310.28	(+/-)YOY(%)	18.3%	-9.4%	39.3%	17.0%	14.0%
每股净资产(元):	21.65	全面摊薄 EPS(元)	3.59	3.25	4.53	5.30	6.04
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	7.8%	7.6%	7.9%	7.9%	7.9%
		净资产收益率(%)	20.4%	16.8%	20.2%	19.1%	18.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 百年黄金老字号，新三年国改再出发	9
1.1. 民族品牌百年传承，金字招牌历久弥新	9
1.2. 股权与治理多轮优化，持续释放国改活力	9
1.3. 扎实内功稳健扩张，业绩高兑现穿越周期	13
2. 黄金珠宝：景气度持续回暖，龙头加速市占提升	16
2.1. 短期：以金价主导，催生珠宝景气度强劲上行	16
2.2. 长期：工艺创新驱动非婚悦己消费接力	18
2.3. 格局演绎：品牌寡头加速抢占下沉市场	20
3. 民族底蕴涵养品牌，五位一体激活渠道	21
3.1. 百年老凤祥，引领国潮发扬与经典传承	21
3.2. 强省代绑定业绩韧性，轻资产深拓下沉渠道	22
3.3. 汇聚工美大师，经典传承引领国潮	26
4. 盈利预测与投资建议	29
4.1. 核心假设与收入预测	29
4.2. 估值分析与投资建议	30
5. 风险提示	31

内容目录

1. 百年黄金老字号，新三年国改再出发	9
1.1. 民族品牌百年传承，金字招牌历久弥新	9
1.2. 股权与治理多轮优化，持续释放国改活力	9
1.3. 扎实内功稳健扩张，业绩高兑现穿越周期	13
2. 黄金珠宝：景气度持续回暖，龙头加速市占提升	16
2.1. 短期：以金价主导，催生珠宝景气度强劲上行	16
2.2. 长期：工艺创新驱动非婚悦己消费接力	18
2.3. 格局演绎：品牌寡头加速抢占下沉市场	20
3. 民族底蕴涵养品牌，五位一体激活渠道	21
3.1. 百年老凤祥，引领国潮发扬与经典传承	21
3.2. 强省代绑定业绩韧性，轻资产深拓下沉渠道	22
3.3. 汇聚工美大师，经典传承引领国潮	26
4. 盈利预测与投资建议	29

4.1. 核心假设与收入预测	29
4.2. 估值分析与投资建议	30
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 公司百年发展历程	9
图 2: 公司股权结构	10
图 3: 老凤祥有限公司股权结构变迁	11
图 4: 公司人均薪酬显著高于竞对并快速增长 (万元)	12
图 5: 公司薪酬增长主要源于销售人员薪酬增加 (亿元)	12
图 6: 2018 年公司股票相对收益在股改公告后迅速提升	12
图 7: 2015-2023 年公司营收预算与实际情况 (亿元)	13
图 8: 2015-2023 年公司归母净利润预算与实际情况 (亿元)	13
图 9: 2018-2023H1 公司营业收入及增速	13
图 10: 2018-2023H1 公司归母净利润及增速	13
图 11: 2018-2023H1 公司分产品营业收入情况 (单位: 亿元)	14
图 12: 2018-2023H1 公司分产品营业收入占比情况	14
图 13: 2018-2022 年公司分业务毛利率情况	14
图 14: 2015-2022 年公司黄金库存量变化 (吨)	14
图 15: 2015 年-2023H1 公司四项费用率整体下行	15
图 16: 公司费用率显著低于可比同业	15
图 17: 2018-2022 年公司总资产周转率优势明显 (单位: 次)	15
图 18: 2018-2022 年公司 ROE 位于可比公司前列	15
图 19: 2015-2023H1 公司与可比公司净利率对比	15
图 20: 2015-2023H1 公司与可比公司权益乘数对比	15
图 21: 金价及储蓄意愿同升催动黄金投资端需求	16
图 22: 2019 年 1 月-2023 年 7 月中国金银珠宝类商品零售额同比增速	16
图 23: 黄金珠宝产业链	17
图 24: 2005-2023 年公司股价与上海黄金交易所金价一致性较高	17
图 25: 2012Q1-2023Q2 公司营收及归母净利润同比增速与金价一致性较高	18
图 26: 2022 年中国金店消费不同年龄群体占比	18

图 27: 2022 年中国黄金珠宝分消费场景购买者年龄分布	18
图 28: 2018-2022 年中国珠宝首饰行业市场规模 (亿元)	19
图 29: 中国珠宝首饰消费场景	19
图 30: 2013-2021 年中国登记结婚数下行 (单位: 万对)	19
图 31: 2013-2022 年中国人均可支配收入上行 (单位: 万元)	19
图 32: 2010-2022 年城镇及农村人均生活消费支出 (单位: 万元)	20
图 33: 2021 年中国一二线城市及以下人口占比	20
图 34: 2022 年中国珠宝首饰行业竞争格局	20
图 35: 2018-2022 年世界主要经济体珠宝首饰行业 CR5	20
图 36: 2018-2022 年公司品牌价值高增 (单位: 亿元)	21
图 37: 2023 年中国珠宝行业品牌价值前四名对比 (单位: 亿元)	21
图 38: 凤祥喜事主题店	22
图 39: 大观无相——百年老凤祥经典艺术展	22
图 40: 公司“五位一体”营销模式	22
图 41: 2018-2022 年公司自营门店数 (单位: 个)	23
图 42: 公司自营单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元)	23
图 43: 2018-2022 年公司加盟门店数 (单位: 个)	24
图 44: 公司加盟单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元)	24
图 45: 2018-2023H1 公司与省代合资公司营收情况 (单位: 亿)	24
图 46: 2018-2023H1 公司与省代合资公司利润总额情况 (单位: 亿)	24
图 47: 2016-2022 年三家合资公司整体营收增速高于老凤祥有限	25
图 48: 2018-2022 年公司及可比公司门店数量 (单位: 个)	25
图 49: 2018-2023 年公司及可比公司直营及加盟门店数量 (家)	25
图 50: 2015 年-2023H1 公司及主要竞对净开店数对比 (单位: 个)	25
图 51: 2018-2022 年公司及主要竞对直营单店收入 (单位: 万元)	25
图 52: 2018-2022 年公司国外地区营收情况 (单位: 亿元)	26
图 53: 2018-2022 年公司国外销售毛利率高于国内	26
图 54: 2018-2023H1 公司研发费用变化 (单位: 万元)	26
图 55: 2018-2022 年公司申请专利数变化 (单位: 项)	26
图 56: 公司针对年轻消费群体推出新品	27
图 57: 2018-2022 年公司产品更新率稳定	27
图 58: 公司近年国潮相关新品	27
图 59: 公司藏宝金及凤祥喜事产品示例	28

图 60: 公司金银细工制作技艺工序节选	28
图 61: 2017-2019 年公司黄金产品自产比例	28
图 62: 2017-2019 年公司镶嵌类产品自产比例	28
表 1: 当前公司主要管理人员介绍	12
表 2: 黄金饰品种类、特点及主要消费群体	19
表 3: 2022 年公司所获奖项	21
表 4: 2018-2022 年公司销售以批发模式为主	23
表 5: 公司收入拆分与盈利预测	29
表 6: 行业可比公司估值水平	30

图表目录

图 1: 公司百年发展历程	9
图 2: 公司股权结构	10
图 3: 老凤祥有限公司股权结构变迁	11
图 4: 公司人均薪酬显著高于竞对并快速增长 (万元)	12
图 5: 公司薪酬增长主要源于销售人员薪酬增加 (亿元)	12
图 6: 2018 年公司股票相对收益在股改公告后迅速提升	12
图 7: 2015-2023 年公司营收预算与实际情况 (亿元)	13
图 8: 2015-2023 年公司归母净利润预算与实际情况 (亿元)	13
图 9: 2018-2023H1 公司营业收入及增速	13
图 10: 2018-2023H1 公司归母净利润及增速	13
图 11: 2018-2023H1 公司分产品营业收入情况 (单位: 亿元)	14
图 12: 2018-2023H1 公司分产品营业收入占比情况	14
图 13: 2018-2022 年公司分业务毛利率情况	14
图 14: 2015-2022 年公司黄金库存量变化 (吨)	14
图 15: 2015 年-2023H1 公司四项费用率整体下行	15
图 16: 公司费用率显著低于可比同业	15
图 17: 2018-2022 年公司总资产周转率优势明显 (单位: 次)	15
图 18: 2018-2022 年公司 ROE 位于可比公司前列	15
图 19: 2015-2023H1 公司与可比公司净利率对比	15
图 20: 2015-2023H1 公司与可比公司权益乘数对比	15
图 21: 金价及储蓄意愿同升催动黄金投资端需求	16
图 22: 2019 年 1 月-2023 年 7 月中国金银珠宝类商品零售额同比增速	16
图 23: 黄金珠宝产业链	17
图 24: 2005-2023 年公司股价与上海黄金交易所金价一致性较高	17
图 25: 2012Q1-2023Q2 公司营收及归母净利润同比增速与金价一致性较高	18
图 26: 2022 年中国金店消费不同年龄群体占比	18
图 27: 2022 年中国黄金珠宝分消费场景购买者年龄分布	18
图 28: 2018-2022 年中国珠宝首饰行业市场规模 (亿元)	19
图 29: 中国珠宝首饰消费场景	19
图 30: 2013-2021 年中国登记结婚数下行 (单位: 万对)	19
图 31: 2013-2022 年中国人均可支配收入上行 (单位: 万元)	19
图 32: 2010-2022 年城镇及农村人均生活消费支出 (单位: 万元)	20

图 33: 2021 年中国一二线城市及以下人口占比.....	20
图 34: 2022 年中国珠宝首饰行业竞争格局.....	20
图 35: 2018-2022 年世界主要经济体珠宝首饰行业 CR5.....	20
图 36: 2018-2022 年公司品牌价值高增 (单位: 亿元)	21
图 37: 2023 年中国珠宝行业品牌价值前四名对比 (单位: 亿元)	21
图 38: 凤祥喜事主题店.....	22
图 39: 大观无相——百年老凤祥经典艺术展.....	22
图 40: 公司“五位一体”营销模式	22
图 41: 2018-2022 年公司自营门店数.....	23
图 42: 公司自营单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元)	23
图 43: 2018-2022 年公司加盟门店数.....	24
图 44: 公司加盟单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元)	24
图 45: 2018-2023H1 公司与省代合资公司营收情况.....	24
图 46: 2018-2023H1 公司与省代合资公司利润总额情况 (单位: 亿)	24
图 47: 2016-2022 年三家合资公司整体营收增速高于老凤祥有限	25
图 48: 2018-2022 年公司及可比公司门店数量	25
图 49: 2018-2023 年公司及可比公司直营及加盟门店数量	25
图 50: 2015 年-2023H1 公司及主要竞对净开店数对比	25
图 51: 2018-2022 年公司及主要竞对直营单店收入 (单位: 万元)	25
图 52: 2018-2022 年公司国外地区营收情况 (单位: 亿元)	26
图 53: 2018-2022 年公司国外销售毛利率高于国内.....	26
图 54: 2018-2023H1 公司研发费用变化 (单位: 万元)	26
图 55: 2018-2022 年公司申请专利数变化 (单位: 项)	26
图 56: 公司针对年轻消费群体推出新品	27
图 57: 2018-2022 年公司产品更新率稳定.....	27
图 58: 公司近年国潮相关新品.....	27
图 59: 公司藏宝金及凤祥喜事产品示例	28
图 62: 公司金银细工制作技艺工序节选	28
图 60: 2017-2019 年公司黄金产品自产比例	28
图 61: 2017-2019 年公司镶嵌类产品自产比例	28
表 1: 当前公司主要管理人员介绍.....	12
表 2: 黄金饰品种类、特点及主要消费群体	19

表 3: 2022 年公司所获奖项.....	21
表 4: 2018-2022 年公司销售以批发模式为主.....	23
表 5: 公司收入拆分与盈利预测.....	29
表 6: 行业可比公司估值水平.....	30

1. 百年黄金老字号，新三年国改再出发

1.1. 民族品牌百年传承，金字招牌历久弥新

上海国资控股，民族品牌百年传承。公司历史可追溯至始创于 1848 年的黄金品牌“老凤祥”，经营已逾百年，凭借中华老字号影响力成为我国黄金珠宝龙头品牌。当前公司归属上海市黄浦区国资委，旗下设有“老凤祥”、“中华”、“工美”等驰名品牌，其中上海老凤祥有限公司已打通珠宝全产业链经营并具备规模化生产能力，从事黄金珠宝、白银、宝石等镶嵌珠宝及钟表、工艺品等销售。至 2023H1 老凤祥已设有线下门店 5631 家，实现营收 403.44 亿元，占集团总收入比重达 99.35%。

品牌历史逾 175 年，金字招牌历久弥新。复盘公司发展历程，老凤祥品牌经营完整经历近两个世纪珠宝行业成长、兴盛、震荡、与成熟期，周期反复之下，公司锻造优质的管理体系，业绩表现稳健。老凤祥银楼正式创立于 1848 年，并于 1996 年重组为上海老凤祥有限公司。2009 年，第一铅笔更名为老凤祥股份有限公司。2012 年，公司进军海外市场，老凤祥珠宝（香港）有限公司正式运营，海外首家银楼于澳洲悉尼成立。2018 年国企改革浪潮下，公司被纳入国企改革“双百行动”名单，引入中国国新等战略投资者。当前公司品牌于百年历史中历久弥新，入选 2022 年全球高档和奢侈品牌价值 50 强（Brand Finance），排名第 28 位。

图 1：公司百年发展历程



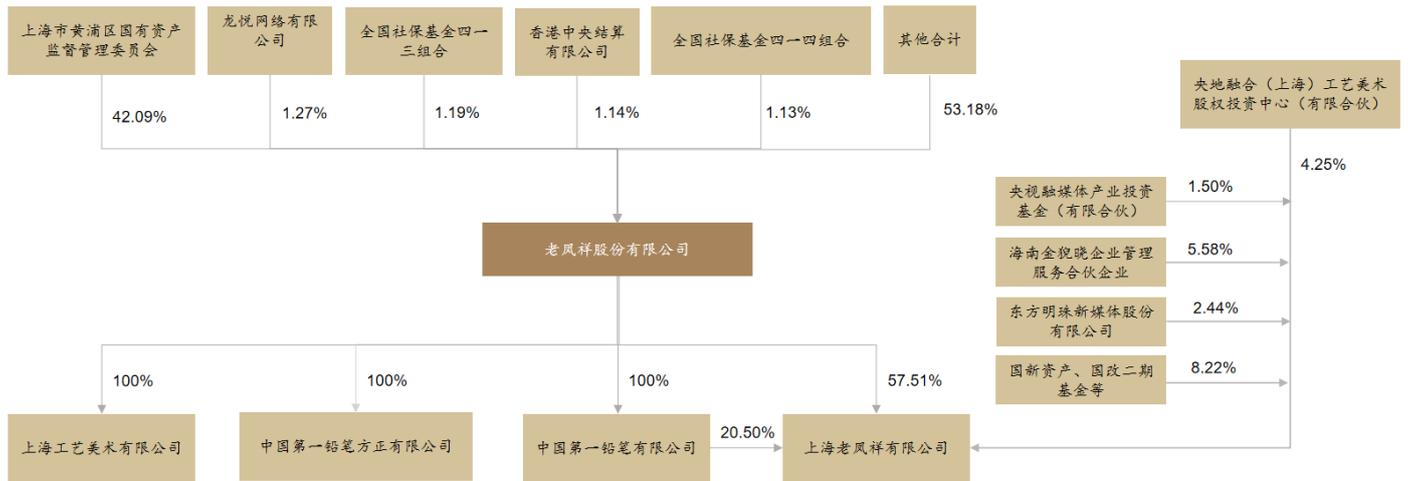
资料来源：公司公告、公司官网、第一铅笔官网、德邦研究所

1.2. 股权与治理多轮优化，持续释放国改活力

国企混改高效推进，实控人持股达 42.1%。老凤祥为上海地方国有企业，历史上长期的股权结构较为单一，限制经营管理发挥，2018 年公司入选国企改革“双百行动”名单，积极引进外部投资者激发股权活力，并于 2019 年制定子公司改革方案，深度推进子公司股权改革。至 2024 年 1 月公司第一大股东及实控人为上海市黄浦区国资委，直接持股达 42.09%，旗下全资持有中国第一铅笔有限公司、上海工艺美术学院有限公司，合计持有上海老凤祥有限公司 78.01% 的股权（直接持股

57.51%，通过第一铅笔间接持股 20.50%)。

图 2：公司股权结构



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

注：老凤祥股份股权结构统计时间截至 2024 年 1 月 9 日，图中选取主要子公司。

股权改革过程分解：两轮“双百”后的新三年，股权引进有效改进管理。

1)2010 年之前：多轮改制与重组，引导主业高速增长。1996 年上海老凤祥总厂顺应“国退民进”的指导思想，与上海宇宙金银饰品厂、上海工艺美术首饰研究所、上海珠宝玉器厂及上海大同行珠宝首饰汇进行品牌重组为上海老凤祥有限公司，并于 1999 年通过重组增资方式，纳入其上市主体前身第一铅笔股份有限公司体系内。此后第一铅笔逐步实现对老凤祥有限的直接管理，并于 2009 年正式更名为老凤祥，通过进一步增资，截至 2010 年持股老凤祥有限比例提升至 78.01%。期间公司凭借行业红利实现业绩高速扩张，成为我国首家获批试点黄金饰品收兑业务的商业企业。

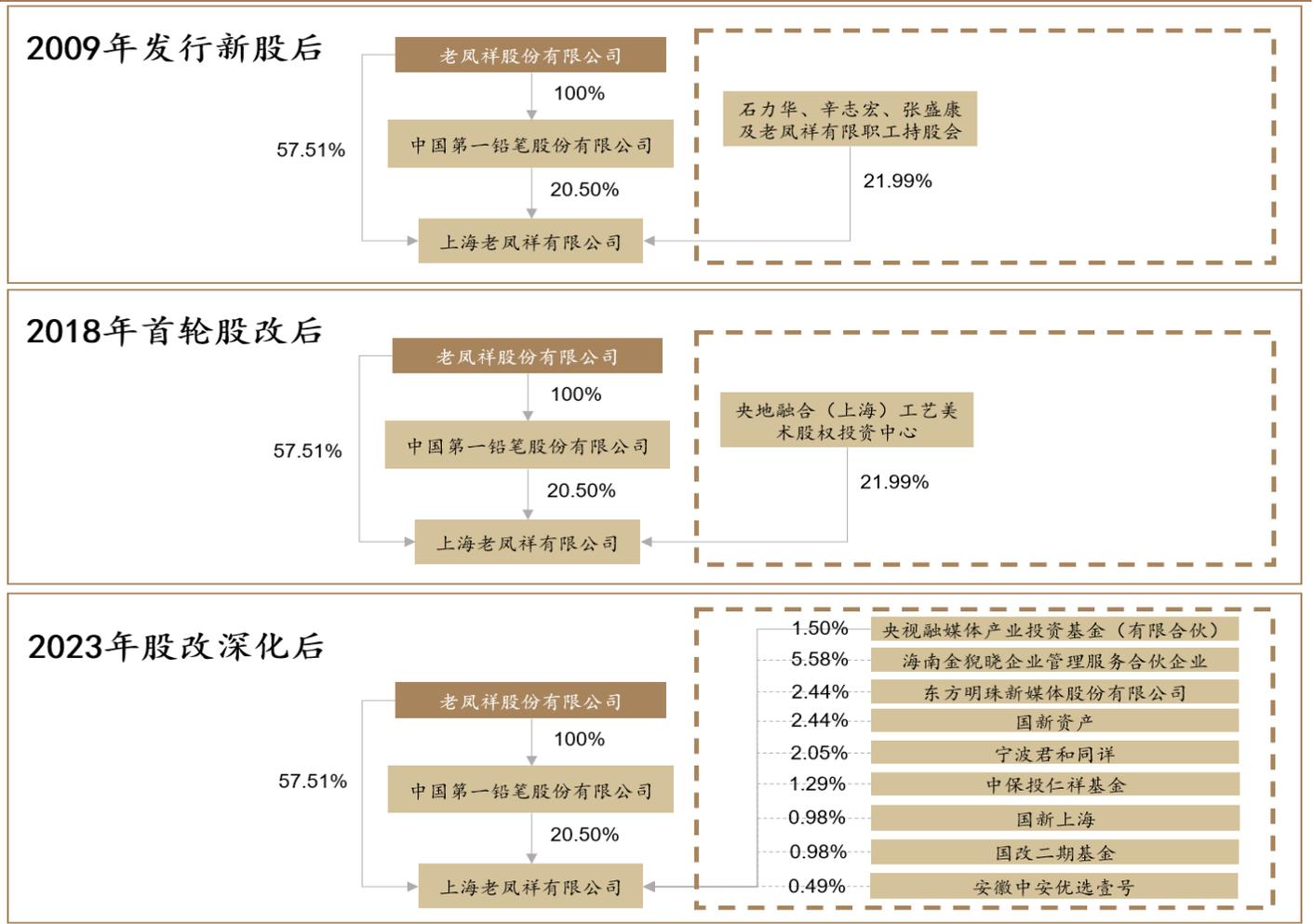
2)2018-2022 两轮“双百”注入机制新生命力。2018 年公司入选国企改革“双百行动”名单，于当年向国新控股受让职工持股会及自然人经营者 21.99%的股权，并于 2019 年制定 7 家经营者持股子公司改革方案，年内上海老凤祥钻石加工中心有限公司自然人股东的 9.71%股权转让至国新双百壹号（杭州）股权投资合伙企业，进一步优化子公司股权改革。2021-2022 年起的第二轮双百中，公司推进上海工美拍卖有限公司、上海老凤祥珐琅艺术有限公司等企业的股权结构优化，并进一步梳理下属子公司股权关系，有效解决股权遗留问题，释放改革活力。

3) 2023-2025 改革新三年，高质量发展加强内力。为进一步落实公司“十四五”发展规划，公司制定《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）》。2023 年为新三年行动计划的开局之年，公司对市场巩固拓展、品牌持续升级、机制改革创新、管理能效提升、人才接续涌现以及党建不断加强等六大方面发展任务做了具体部署。未来公司将依据三年行动计划，立足珠宝、工美和文教等三大板块，继续调整文教用品板块的股权结构，优化工美板块运营架构，进一步深化改革。在“双百企业”动力推动下，冲击千亿销售目标和 500 亿品牌价值目标。

深化子公司股改，引入多元化股东结构。2023 年以来，公司深化核心子公司老凤祥的股权多元化工作，多次引入外部新股东：1) 公司经销商：4 月工美基金

拟转让 5.58% 的老凤祥有限股权至经销商平台海南金貌晓，加强经销商间合作关系；2) 头部媒体:工美基金于 3 月/7 月拟转让 1.50%/2.44% 的上海老凤祥股权至央视融媒体产业基金/东方明珠新媒体股份有限公司；3) 国企改革基金: 8 月工美基金拟转让 8.22% 股权至上海国改二期基金、国新资产等投资方，进一步融入国企改革大背景，强化外部股东资源支持，促进股权结构多元化发展。

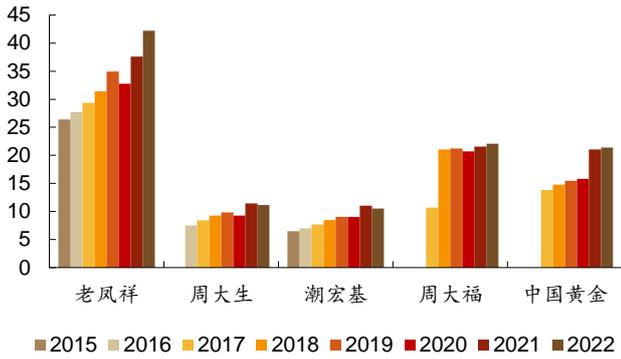
图 3: 老凤祥有限公司股权结构变迁



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

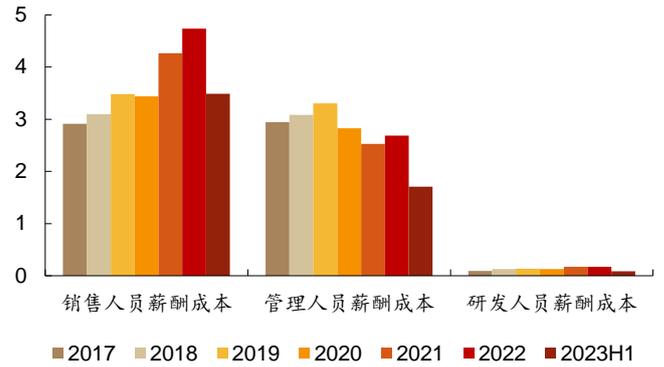
管理改革: 市场化机制引进, 职业经理人覆盖率达 2/3。2020 年公司积极响应双百行动国企改革, 完成老凤祥钻石加工、珠宝玉器公司及中铅三家子公司职业经理人的聘用和签约工作。2021-2022 年第二轮双百行动下, 公司推出人才引进的“凤翔计划”。至 2022 年底公司已在旗下三分之二以上企业实施职业经理人制度, 计划预定的三批次试点均已完成, 实现新一轮双百行动目标。国改行动下, 公司人均创收与激励迅速增长, 至 2022 年公司人均薪酬已达 42.2 万元, 显著领先珠宝同业。

图 4：公司人均薪酬显著高于竞对并快速增长（万元）



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

图 5：公司薪酬增长主要源于销售人员薪酬增加（亿元）



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

表 1：当前公司主要管理人员介绍

管理人员	职位	主要经历
杨奕	董事长	曾任上海市卢湾区政府研究室主任、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
黄骅	副董事长、总经理	曾任公司副总经理、财务总监
石力华	老凤祥有限董事长	曾任公司副董事长兼总经理
李军	副总经理、老凤祥钻石加工董事长	曾任中铅有限国贸部经理助理和副经理、公司总经理助理兼国贸部部长
史亮	副总经理	曾任公司副监事长、纪委书记兼任老凤祥有限监事长
王永忠	副总经理、上海工美总经理	最近 5 年担任公司副总经理

资料来源：公司公告、德邦研究所

体制改革提振国企估值，活力释放激发市场信心。国企改革与市场化进程有效释放经营活力，业绩共振获市场高度认可。2018 年 8 月以来公司被纳入“双百计划”名单并发布混改框架协议公告，并于同年 11 月公布技术骨干认购工美基金公告。股权结构优化与管理效率提升之下，公司股价表现优异，以 2018 年 1 月 2 日为基期，以上证综指为基准，2018 年相对收益自 8 月 22 日的-7.6%攀升至 9 月 28 日的 10.1%。2019-2022 年间公司的多轮体制改革与股权改革均获市场印证。2023 年以来，公司持续推动股权改革，加强渠道合作与活力释放，有望在行业高景气的新时期助力业绩稳健成长。

图 6：2018 年公司股票相对收益在股改公告后迅速提升



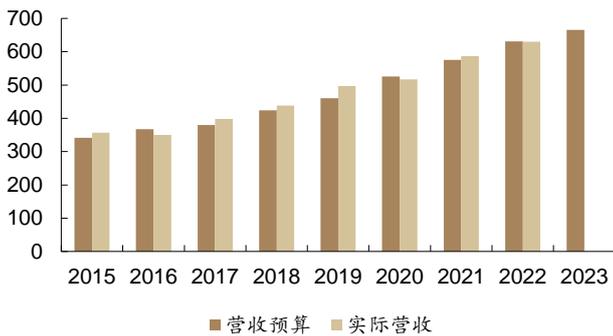
注：老凤祥股价相对黄金收益=老凤祥当前股价/初始股价-黄金当前收盘价/初始收盘价；黄金收盘价选自上海金价所 Au9999 收盘价；

资料来源：Wind、ifind、德邦研究所

1.3. 扎实内功稳健扩张，业绩高兑现穿越周期

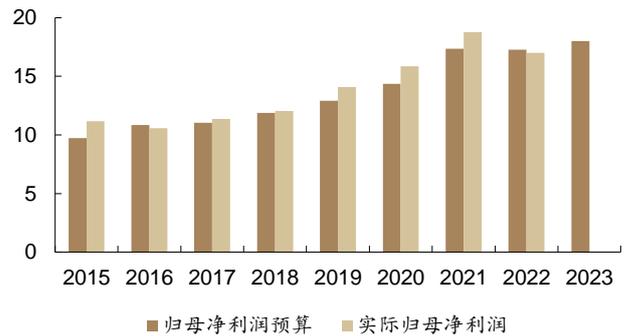
盈利稳健增长，业绩维持高兑现度。拉长时间维度看，老凤祥完整经历珠宝行业成长周期，已具备成熟稳健的经营能力，2015-2022 年间公司渠道稳健扩张，旗下门店数自 2957 家增长至 5609 家，期间营收/归母净利润 CAGR 分别达 8.45%/6.18%，除少数突发疫情、非经常性事件影响年份外，年度业绩均超额完成董事会预算目标。整体业绩表现稳健，并在行业波动中展现强韧性，2014 年金价下跌所致的景气滑坡周期中，公司归母净利润仍同增 5.62%，2020 年疫情冲击线下场景，多家珠宝品牌业绩负增的情况下，老凤祥仍实现收入/归母净利润同增 4.22%/12.64% 的优异表现。

图 7：2015-2023 年公司营收预算与实际情况（亿元）



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

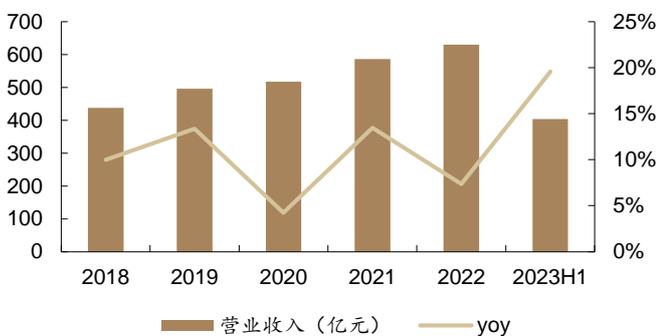
图 8：2015-2023 年公司归母净利润预算与实际情况（亿元）



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

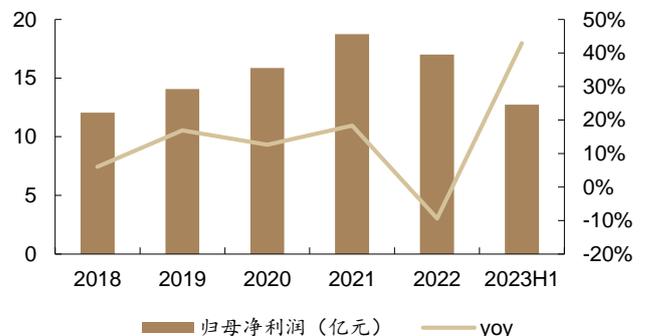
疫后复苏反弹，金价上行带动盈利进一步提升。2020-2022 年间疫情反复之下，公司业绩仍实现逆势增长，其中 2022 年收入同增 7.36% 至 630 亿元，归母净利润略降 9.38% 至 17 亿元（主要受旗下三星文教动迁补偿收入非经常性损益的影响所致），实际扣非归母净利润达 17.3 亿元，同比仍实现 8.66% 的增长。2023 年以来疫情后线下消费整体复苏，往年积压需求释放下客流量大幅增长，同时叠加金价上行影响，投资与消费需求两热，公司业绩进一步兑现，至 2023H1 公司已实现营收/归母净利润 403.4/12.7 亿元，同比增长 19.57%/42.95%，较年初董事会制定的 665 亿元营收目标与 18 亿元净利润目标相比，完成度已达 60.7% 和 70.7%，全年业绩有望再次超额完成。

图 9：2018-2023H1 公司营业收入及增速



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

图 10：2018-2023H1 公司归母净利润及增速

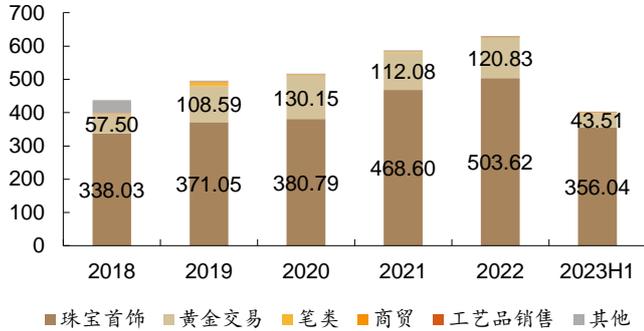


资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

分业务看，珠宝首饰占比近 80%，为第一大收入来源。公司主营业务包括珠宝首饰、黄金交易、笔类文具、商贸、工艺品销售等，其中珠宝首饰为第一大收入来源，由 2018 年的 338 亿元提升至 2022 年的 504 亿元，期间板块 CAGR 约

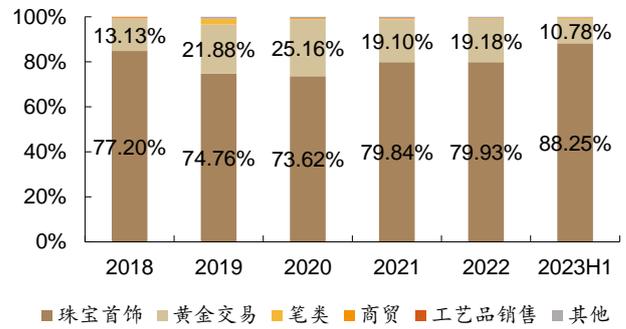
10.5%，长期占总营收比约 80%。黄金交易为第二大收入，主要通过黄金租赁与远期业务调整交易与库存量规避金价波动等市场风险，2022 年公司库存黄金达 33.0 吨，实现交易收入 121 亿元，占总收入比重约 19.2%。从盈利能力看，公司整体毛利率约 8-9%，其中珠宝首饰毛利率约 9-10%。

图 11: 2018-2023H1 公司分产品营业收入情况 (单位: 亿元)



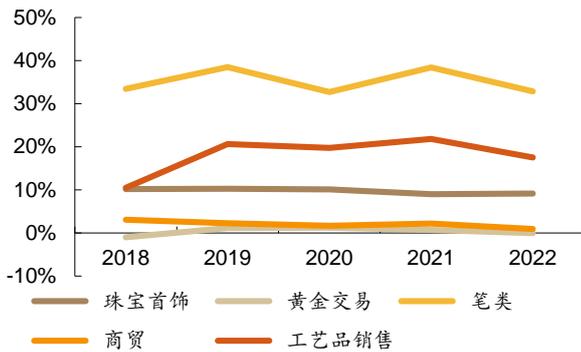
资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

图 12: 2018-2023H1 公司分产品营业收入占比情况



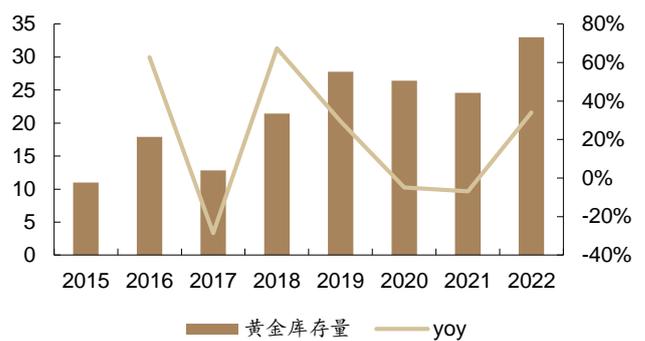
资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

图 13: 2018-2022 年公司分业务毛利率情况



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

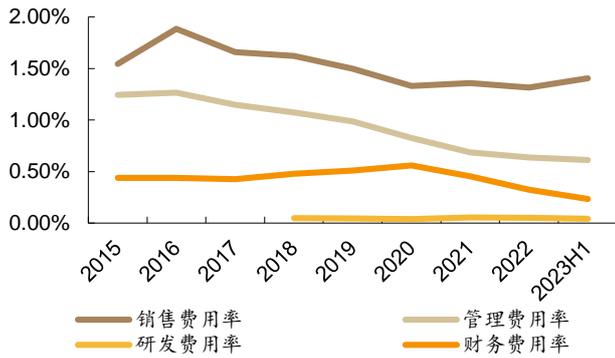
图 14: 2015-2022 年公司黄金库存量变化 (吨)



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

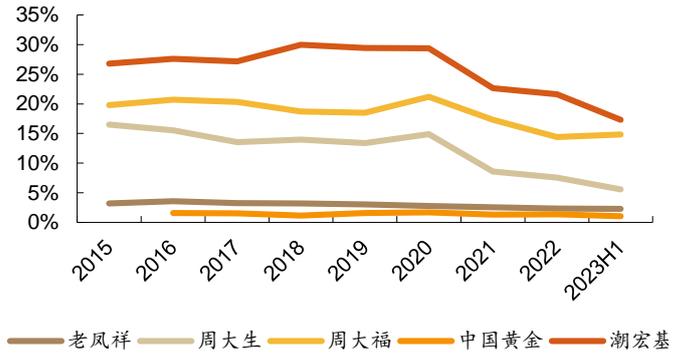
轻资产模式营运，费控能力优秀。老凤祥向经销商出售黄金产品并由其负责日常销售营运，以低资金成本实现渠道高速拓展，横向对比来看，由于管理费用的精简与销售费用转移，2022 年老凤祥整体费用率仅 2.33%，显著低于直比较高的周大福与潮宏基。较加盟模式为主的珠宝品牌周大生与中国黄金而言，老凤祥仍具备明显的费控亮点。纵向来看，老凤祥费用率由 2016 年的 3.59% 降至 2022 年的 2.33%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/0.6%/0.1%/0.3%，费用结构持续优化主要系 1) 销售端: 强品牌力对下游具备更高议价能力，长期灵活的渠道策略给予加盟商更高的经营活力; 2) 管理端: 职业经理人制度推行与股权结构优化激发管理层工作积极性，降本增效带动整体费用结构持续优化。

图 15: 2015 年-2023H1 公司四项费用率整体下行



资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

图 16: 公司费用率显著低于可比同业

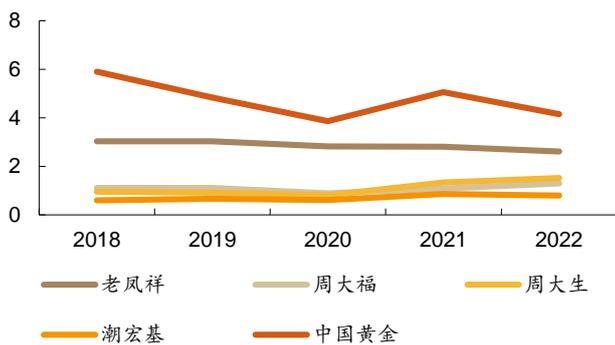


注: 周大福采用财年数据。

资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

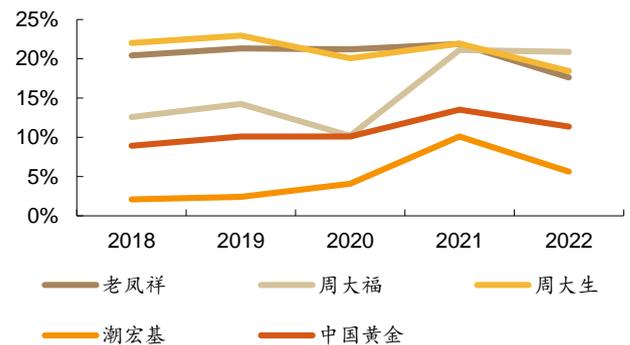
高杠杆与高周转率支撑高 ROE 水平。公司以轻资产加盟模式为主, 净利率水平约 4%, 虽低于直营为主的潮宏基、周大福等品牌, 但高周转与高杠杆支撑老凤祥具备更强的资产盈利能力。2022 年, 总资产周转率达 2.61 次, 权益乘数达 2.38, 均显著高于行业水平, ROE 高达 17.6%, 仅次于周大生和周大福。强盈利能力下, 公司股息率与分红率表现优异, 2018-2022 年股息率逐步提升至 3.41%, 其中 2022 年现金分红总额达 7.64 亿元, 股利支付率达 44.9%。

图 17: 2018-2022 年公司总资产周转率优势明显 (单位: 次)



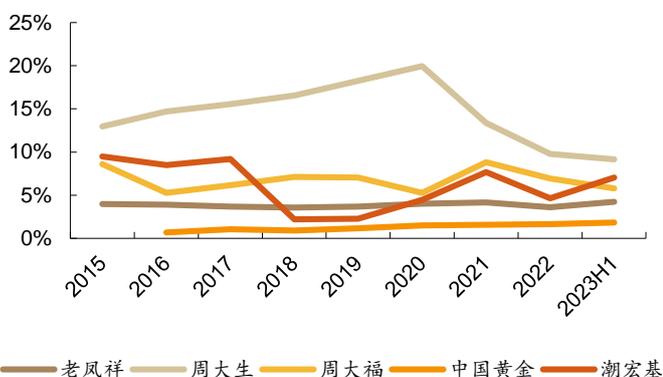
资料来源: ifind、各公司公告、德邦研究所

图 18: 2018-2022 年公司 ROE 位于可比公司前列



资料来源: ifind、各公司公告、德邦研究所

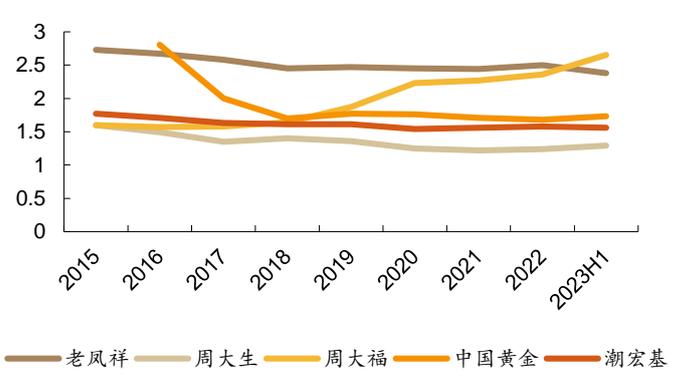
图 19: 2015-2023H1 公司与可比公司净利率对比



注: 周大福采用财年数据。

资料来源: ifind、各公司公告、德邦研究所

图 20: 2015-2023H1 公司与可比公司权益乘数对比



注: 周大福采用财年数据。

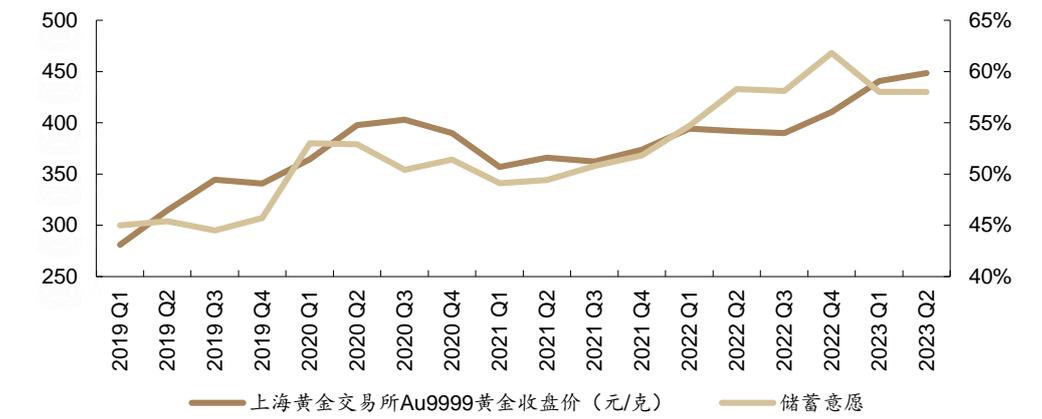
资料来源: ifind、各公司公告、德邦研究所

2. 黄金珠宝：景气度持续回暖，龙头加速市占提升

2.1. 短期：以金价主导，催生珠宝景气度强劲上行

海外加息预期反转，零售金价突破 600 元/克。今年以来美联储加息前景不明朗与国际地缘政治冲突等影响放大经济环境不确定性，宽松货币政策加剧通货膨胀预期。国内人民币贬值带动黄金避险资产的配置需求，供给阶段性偏紧状态下，国内黄金期现货价格接连创新高，其中 2023 年 12 月 29 日上海期货交易所黄金期货活跃合约盘中价格突破 481 元/克，2023 年 10 月 31 日上海金交所 Aug99.99 金价突破 476 元/克，达近年来最高。根据中国黄金协会数据显示，1-11 月上海黄金交易所黄金累计单边成交额同比增长 18.03%，上海期货交易所全部黄金期货期权累计单边成交额同比上升 56.63%。

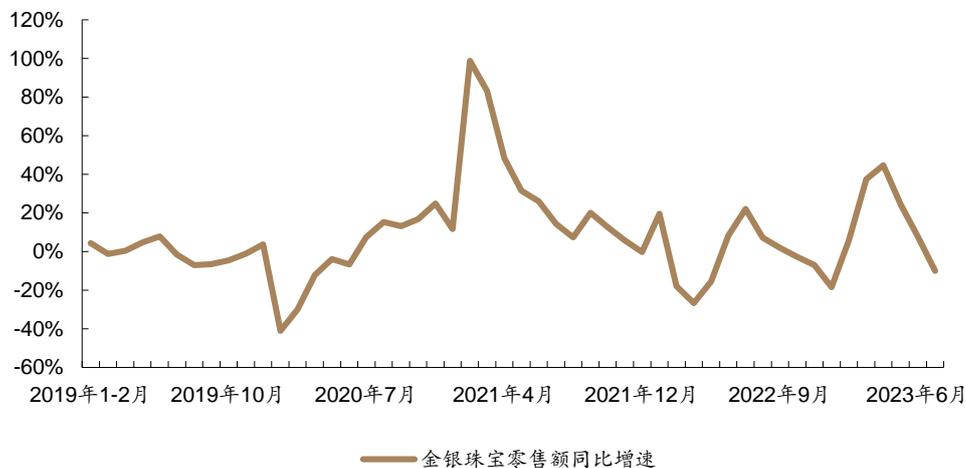
图 21：金价及储蓄意愿同升催动黄金投资端需求



资料来源：国家统计局、中国人民银行、世界黄金协会、德邦研究所

黄金饰品兼具消费+投资属性，两端催动珠宝零售强势复苏。受疫情影响，近年我国金银珠宝零售额一定程度受挫，2020 及 2022 年上半年同比均出现显著降幅。2023 年开始，金银珠宝零售端高速复苏，主要源于两方面推力：1) 消费端：2023 年初起疫情松绑，线下消费场景修复释放需求；2) 投资端：黄金具有高保值和高流动性的特点，被广泛作为安全性投资，高储蓄意愿可转化为黄金投资意愿；同时金价稳定上行可增强投资者信心，触发黄金“买涨”效应。2023 年 1-2 月，中国金银珠宝类商品零售额在相对较高基数下维持增长趋势，同比增长 5.9%，3/4/5 月同比进一步增长 37.40%/44.70%/24.40%。

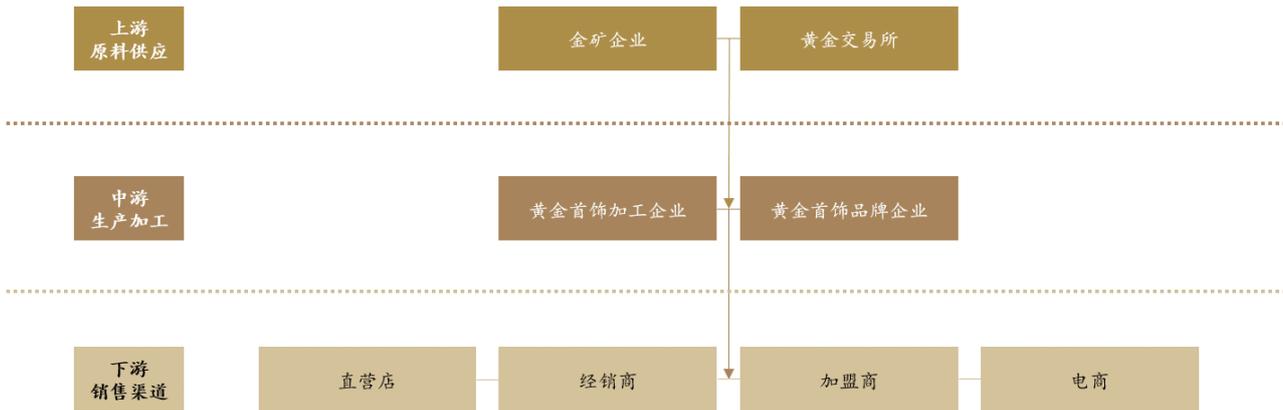
图 22：2019 年 1 月-2023 年 7 月中国金银珠宝类商品零售额同比增速



资料来源：国家统计局、德邦研究所

量价齐升增厚品牌收入与存货价值。投资与消费需求驱动的金价上涨利好下游品牌商业绩增长，1) 从量的角度看：黄金买涨效应下直接带动消费需求与销量增长，并传导至中间加盟商的补货热情，据中国黄金协会统计，今年上半年，国内黄金消费量 554.88 吨，同比增长 16.37%，其中黄金首饰消费量 368.26 吨，同比增长 14.82%。2) 从价的角度看：克重计费模式下，金价上行直接带动销售单价与收入提升，同时单克生产加工成本不变的情况下，单价提升进一步抬高经营毛净利率水平，有效增厚利润规模；3) 从存货角度看，品牌商备货的金锭原料、金饰成品等存货增值均可提高收入体量。

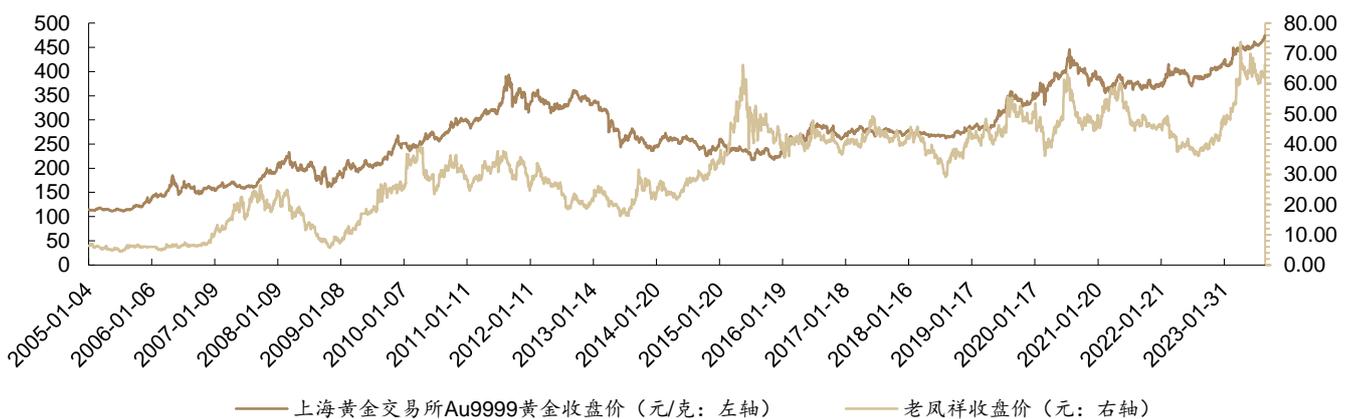
图 23：黄金珠宝产业链



资料来源：前瞻产业研究院、德邦研究所

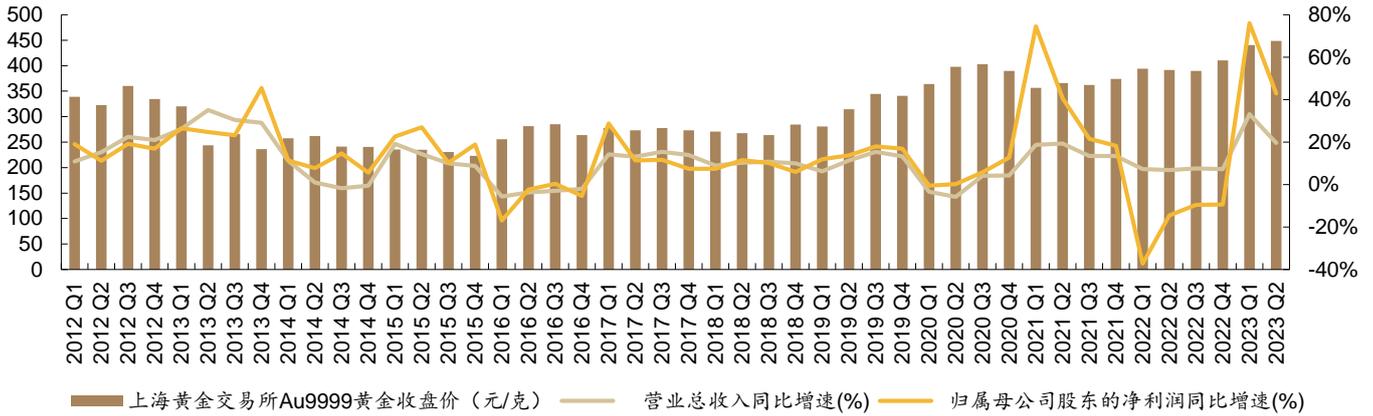
业绩经营稳健，老凤祥股价表现与金价走势高度关联。2022 年，老凤祥主营业务中黄金产品占比高达 99%（其中珠宝销售约 80%，黄金交易约 19%），业绩表现与金价波动呈现高度关联趋势。在 2009-2012 年、2016-2020 年以及 2022 年至今黄金上涨持续较长的年份，公司的净利水平呈现明显提升的趋势，显示金价的持续上涨对公司盈利水平确实有一定的推动作用。

图 24：2005-2023 年公司股价与上海黄金交易所金价一致性较高



资料来源：ifind、德邦研究所

图 25: 2012Q1-2023Q2 公司营收及归母净利润同比增速与金价一致性较高

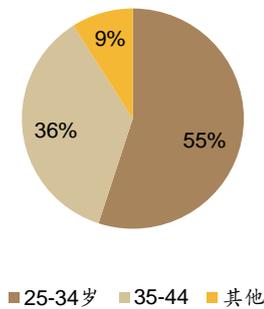


资料来源: ifind、公司公告、德邦研究所

2.2. 长期: 工艺创新驱动非婚悦己消费接力

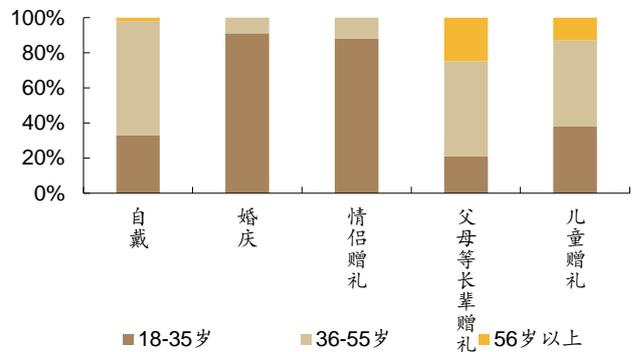
年轻化为突破口, 新消费趋势势不可挡。根据 2022 国潮珠宝研究报告, 2022 年中国内地金店消费市场最大群体为 25-34 岁年轻人, 占比 55%。年轻人相较老一辈更注重真实的情感体验和产品的内在价值, 黄金产品消费已由传统婚庆类消费产品居多转向悦己类产品消费占比居多。消费群体的迭代和观点的更替为把握新消费趋势、注重产品创新、极具文化内涵的品牌打开了新的机会窗口, 年轻化定位的中高端品牌有望占据更多市场份额实现高增。

图 26: 2022 年中国金店消费不同年龄群体占比



资料来源: 《2022 国潮珠宝研究报告》、澎湃、德邦研究所

图 27: 2022 年中国黄金珠宝分消费场景购买者年龄分布



资料来源: 世界黄金协会、德邦研究所

金饰工艺升级, 由品类供给创造多元需求。近年, 黄金饰品工艺不断更新, 出现古法金、5G 金等质地更优, 价值更高的新型品类, 高速抢占传统金饰市场。以古法金为例, 其: 1) 加工工艺精细: 古法金饰的制作工艺包括接胎、捶揲、花丝、镶嵌等工序; 2) 产品质感厚重: 古法金饰通常较机械加工金饰采用更多的原料, 且接胎、捶揲等工序也增加厚重感; 3) 文化积淀深厚: 古法金饰品充分挖掘传统文化, 多采用龙纹、螭纹等传统纹饰以及富含“福禄寿喜”寓意的特色图案。新型工艺黄金饰品改进了传统足金低硬度、不耐磨、易脏污、款式单一等缺点。

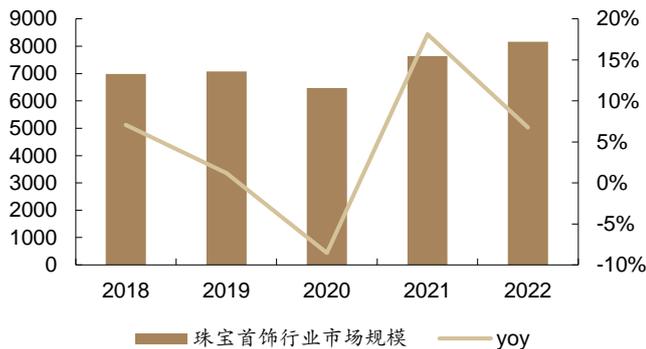
表 2: 黄金饰品种类、特点及主要消费群体

黄金首饰品类	普通足金	古法金	3D 硬金	5G 黄金
样图				
工艺	现代机械加工	传统手工为主, 现代机械加工为辅	现代机械加工	现代机械加工
特点	硬度低、款式单一	古香古色、细节处理精致、富有文化内涵和收藏价值	重量轻、硬度高、耐磨性高、极具立体感	硬度高、质感足、耐磨性高、纯度高、韧性强
主要消费群体	消费群体广泛, 年龄偏高, 地域主要位于三四线城市	主力消费人群为相对高消费力的 30-45 岁人群	年轻人群为主	年轻人群为主

资料来源:《中国黄金饰品消费市场研究报告》、中宝协基金、老凤祥会员商城小程序、天猫、德邦研究所

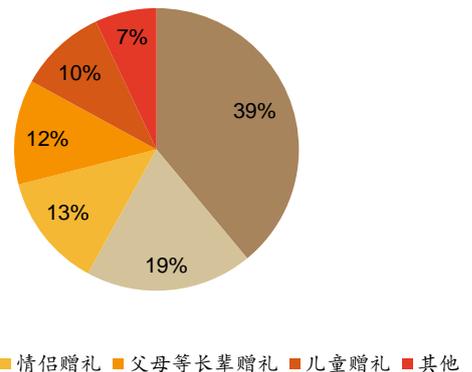
市场规模突破 8000 亿元, 自戴场景消费占比达 39%。据 Euromonitor 数据测算, 2022 年中国珠宝首饰市场规模约 8159 亿元, 过去 4 年规模 CAGR 达 3.95%, 除疫情特殊影响年份以外均维持稳健增长, 预计疫后线下场景复苏与投资+消费需求两旺有望推动行业规模进一步上行。从场景来看, 消费者画像调整进一步推动需求变革, 一方面我国结婚人数自 2013 年以来的持续下降对婚庆场景产生根本性影响, 另一方面居民人均可支配收入上升与悦己性消费增长拉动非婚场景需求。根据世界黄金协会 2022 年 7 月调查结果, “自戴”已超越“婚庆”、“赠礼”等, 成为我国黄金珠宝首饰第一大消费场景, 占比高达 39%, 高于婚庆需求一倍以上。

图 28: 2018-2022 年中国珠宝首饰行业市场规模 (亿元)



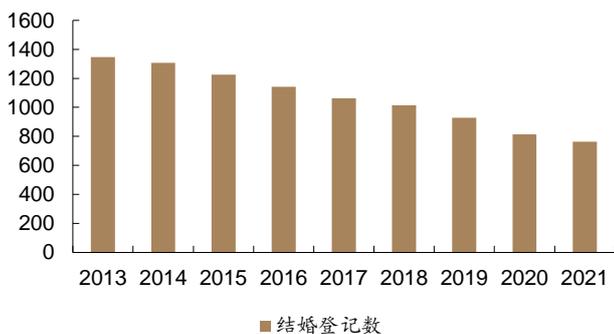
资料来源: Euromonitor、德邦研究所

图 29: 中国珠宝首饰消费场景



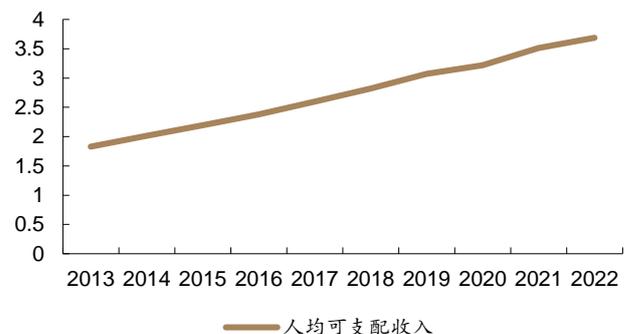
资料来源: 中国黄金报社、世界黄金协会、德邦研究所
注: 数据采集于 2022 年 7 月

图 30: 2013-2021 年中国登记结婚数下行 (单位: 万对)



资料来源: 国家统计局、德邦研究所

图 31: 2013-2022 年中国人均可支配收入上行 (单位: 万元)



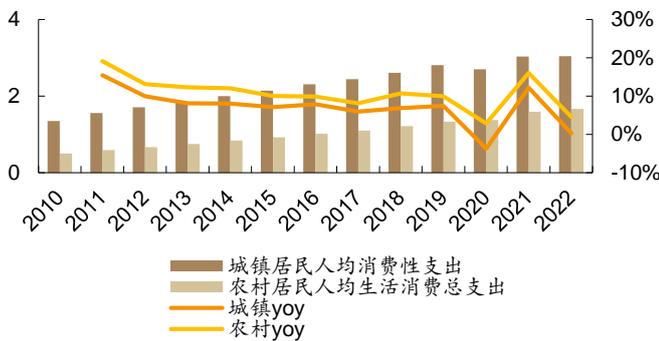
资料来源: 国家统计局、德邦研究所

2.3. 格局演绎：品牌寡头加速抢占下沉市场

品牌与渠道依赖度持续提升，多寡头格局逐步形成。我国黄金珠宝行业曾长期处于粗放式发展阶段，但伴随珠宝非婚消费场景延伸，“悦己”日益成为黄金首饰消费的重要驱动力，具备强渠道优势的龙头品牌商更易收获高消费者进店频次与转化率，中小品牌的生存压力则持续加剧，行业格局有望向多家大型品牌聚集，形成多寡头格局。

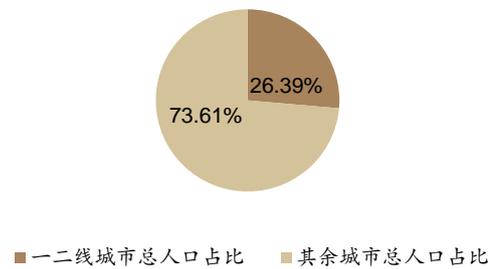
渠道下沉延续，打开二三线城市拓店空间。近年黄金珠宝市场显现渠道下沉趋势，头部公司开始抢占三线城市及以下地区市场份额。除一二线城市布局渐近饱和和外，渠道下沉同样源于低线城市及乡村消费力提升：2010-2022年，我国农村人均生活消费支出维持增长趋势，各年份增速均高于城镇人均生活消费支出。以2022年为例，城镇/农村人均消费性支出同比增速分别为0.28%/4.50%。截至2021年，我国一二线以下城市人口占比接近四分之三，下沉消费市场潜力巨大。

图 32：2010-2022 年城镇及农村人均生活消费支出（单位：万元）



资料来源：ifind、德邦研究所

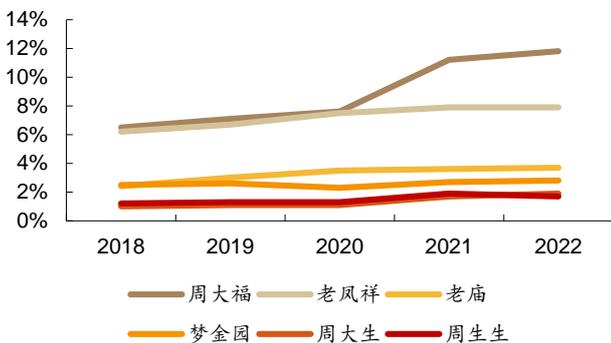
图 33：2021 年中国一二线城市及以下人口占比



资料来源：ifind、德邦研究所

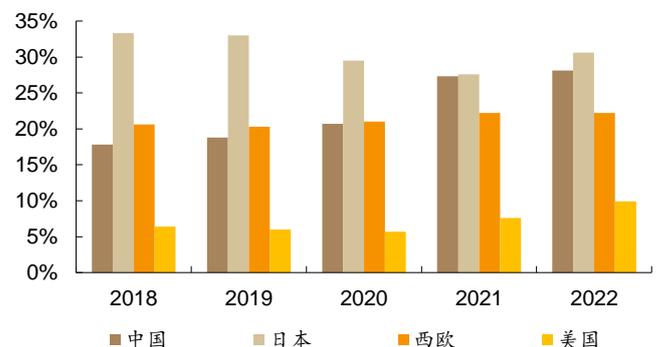
珠宝首饰 CR5 提升至 28.1%，龙头品牌力持续放大。2018-2022 年，我国珠宝首饰行业 CR5 持续上升，其中疫情期间 2021 年行业 CR5 跃升 6.6 pct 至 27.3%，2022 年进一步达到 28.1%。后疫情时期，龙头企业的积极布局有望收获更高业绩弹性，行业预期将向寡头竞争格局发展，公司有望显著受益。2018-2022 年，公司积极扩张产品品类及销售渠道，推行多方面优化改革工作，市占率持续提升，2022 年为 7.9%，仅次于周大福的 11.8%。

图 34：2022 年中国珠宝首饰行业竞争格局



资料来源：Euromonitor、德邦研究所

图 35：2018-2022 年世界主要经济体珠宝首饰行业 CR5



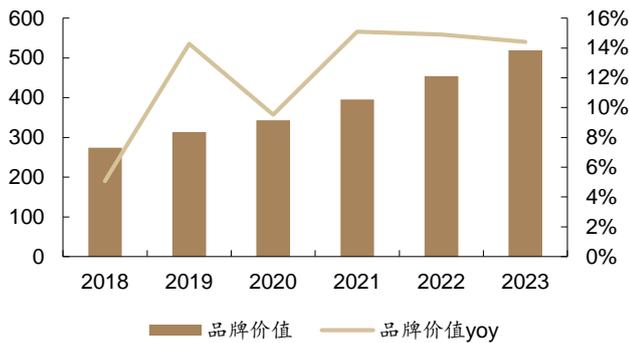
资料来源：Euromonitor、德邦研究所

3. 民族底蕴涵养品牌，五位一体激活渠道

3.1. 百年老凤祥，引领国潮发扬与经典传承

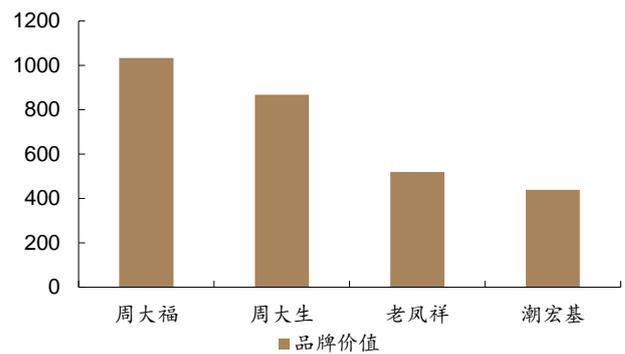
民族品牌经典，传承东方底蕴。公司拥有 175 年悠久历史，高品质老字号形象深入人心，大量工艺美术大师及工匠人才打造传世精品，独特的金银细工制作技艺获评非遗；同时，公司与时俱进，积极倡导“传承为本，创新为魂”，通过多项举措持续更新品牌形象，拉升品牌认知度，并打造藏宝金、凤祥喜事两大主题子品牌加强喜庆等场景关联，树立长青的龙头品牌形象。公司强大品牌力提供业绩韧性，支撑公司在疫情期仍实现逆势增长。

图 36：2018-2022 年公司品牌价值高增（单位：亿元）



资料来源：公司公告、世界品牌实验室、德邦研究所

图 37：2023 年中国珠宝行业品牌价值前四名对比（单位：亿元）



资料来源：世界品牌实验室、德邦研究所

品牌价值名列前茅，老凤祥声誉闻名世界。公司囊括大量国家级品牌荣誉，并多次入围由国际权威机构所评品牌榜单：2022 年公司位列德勤“全球奢侈品企业百强榜”第 12 位，且入选 Brand Finance 评选的“2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强”（28 位），为该榜单唯一入选的亚洲珠宝首饰品牌。2023 年，公司品牌价值继续高增。据世界品牌实验室统计，公司品牌价值从 2022 年的 454 亿元上升至 2023 年的 519.43 亿元，位居国内黄金珠宝行业第三位，5 年 CAGR 达 13.63%。

表 3：2022 年公司所获奖项

获奖时间	奖项名称	颁奖单位
2022.12	2022 全球奢侈品企业百强（第 12 名）	德勤
2022.12	TBB 上海制造品牌价值榜（第 9 名）	上海企业文化与品牌研究所
2022.11	2022 长江三角制造企业 100 强（第 57 名）	浙江/上海/江苏/安徽省企业联合会
2022.8	2022 上海企业 100 强（第 34 名）	上海市企业联合会、上海市企业家协会
2022.8	2022 上海制造业企业 100 强（第 11 名）	上海市企业联合会、上海市企业家协会
2022.7	中国 500 最具价值品牌（第 180 名）	世界品牌实验室
2022.1	2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强（第 28 名）	Brand Finance
2022.1	中国企业 500 强（第 377 名）	中国企业联合会、中国企业家协会

资料来源：公司公告、世界品牌实验室、德邦研究所

IP 联名与新媒体营销紧跟潮流，百年品牌形象焕新。2018 年，公司冠名京沪、京广及西北地区高铁列车，参与拉斯维加斯、香港及上海国际珠宝展览会；2020 年公司举办“大观无相——百年老凤祥经典艺术展”，展示品牌成长历程与经典佳作；2022 年，工艺美术子公司与功德林、新雅、CCTV 总台文创开展联名及合作；中铅公司与一大文创、大英博物馆等知名 IP 联名，合力拓展公司品牌知名度。此外，公司已开放藏宝金及凤祥喜事主题店，展示品牌新形象。同时，公司通过小红书、微博、抖音及微信公众号等新媒体吸引年轻消费者群体，截至 2023 年 11 月小红书/抖音粉丝数达 1.9/2.2 万人。

图 38: 凤祥喜事主题店



资料来源: 老凤祥官网、德邦研究所

图 39: 大观无相——百年老凤祥经典艺术展



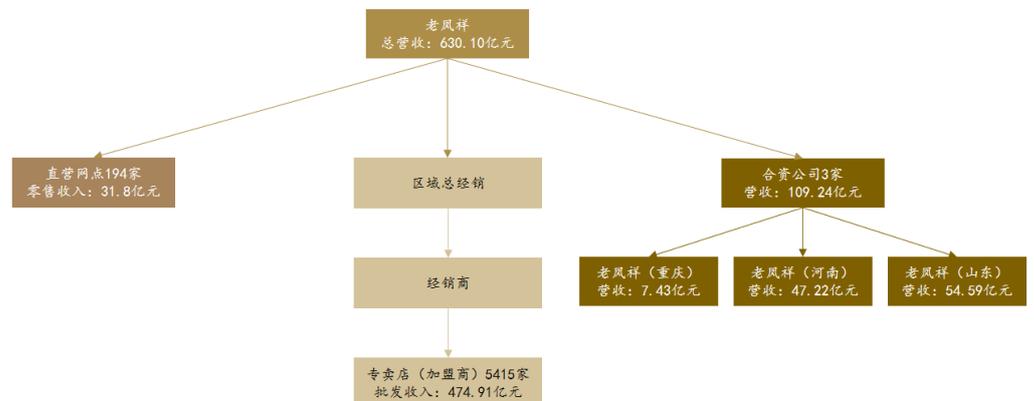
资料来源: 文汇客户端、德邦研究所

3.2. 强省代绑定业绩韧性，轻资产深拓下沉渠道

老凤祥：拆解轻资产与高度灵活的渠道优势。老凤祥的渠道体现在较早开放加盟体系进行渠道扩张，以“五位一体”模式因地制宜灵活拓店。公司于各个区域中心设立自营银楼，重金打造营运标杆，并设立区域总经销商，以批发模式充分授权其区域管理权限，层层经销加速线级渠道下沉。在加盟区域内，公司增设加盟专卖店，直接输出管理模式，建立规范加盟营运标杆，增强渠道间联系纽带与盈利积极性。五位一体模式下，公司可通过平衡集团-经销商利益，灵活调整区域最优渠道效率，在高效拓店基础上实现老凤祥品牌力的维护与强化。批发经销、合资子公司等轻资产营运模式给予加盟商良好经营自主性与利润空间，共赢灵活的合作模式高效奠定省代长期合作基础。

批发收入占 94%， “五位一体” 精细化建设渠道。公司渠道建设以“立足上海、辐射全国、走向世界”作为经营方针，采用自营银楼银楼建设与合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”的渠道模式进行区域灵活布局，至 2022 年已有自营银楼、网点 194 家，连锁加盟店 5415 家。在收入结构上，公司以批发模式（向经销商销售）为主，自营零售（直接终端消费者销售）为辅，对应毛利率水平分别约 8-9% 和 17-25%，其中批发收入近 5 年 CAGR 达 12.4%，为公司近年业绩成长的主要动力，至 2022 年公司批发/零售营收为 474.91/31.79 亿元，占珠宝总收入比重分别达 94%/6%。

图 40: 公司“五位一体”营销模式



资料来源: 公司公告、德邦研究所; 注: 收入与门店数统计至 2022 年

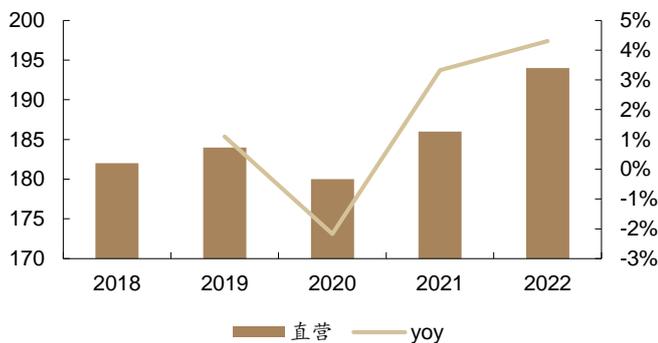
表 4：2018-2022 年公司销售以批发模式为主

老凤祥	2018	2019	2020	2021	2022
珠宝总收入 (亿元)	338.03	371.05	380.79	468.6	503.62
yoy	14.20%	9.77%	2.63%	23.06%	7.47%
毛利率	10.16%	10.28%	10.14%	9.02%	9.13%
零售收入	35.25	32.44	23.55	39.37	31.79
yoy	10.91%	-7.96%	-27.40%	67.16%	-19.25%
占比	10.43%	8.74%	6.19%	8.40%	6.31%
毛利率	21.06%	24.40%		18.37%	17.89%
批发收入	302.78	338.60	360.68	432.92	474.91
yoy	14.59%	11.83%	6.52%	20.03%	9.70%
占比	89.59%	91.25%	94.72%	92.39%	94.30%
毛利率	8.89%	8.93%		8.38%	8.66%

资料来源：公司公告、德邦研究所

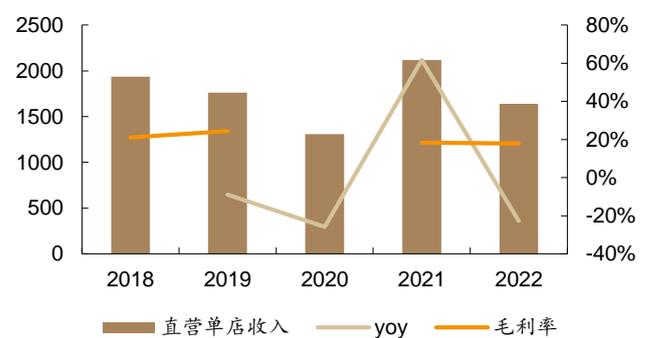
自营银楼+专卖店：打造营运标杆，树立品牌形象。公司于全国多个区域中心设立直接管理的老凤祥银楼，自营模式打造品牌形象，为加盟商门店营运树立标杆；同时在加盟商大区内设立由加盟商开设，老凤祥输出管理的连锁专卖店。至 2022 年老凤祥已有自营网点 194 家，其中国内网点 180 家（同比净增 9 家），海外网点 14 家（同比减少 1 家），合计实现零售收入 31.79 亿元。当前直营门店年新增门店数较少，成长驱动主要来自单店收入增长与营运毛利率提升，2022 年平均直营单店收入受疫情影响下滑至 1639 万元，营运毛利率下降至 17.9%，未来单店营运收入有望在疫后客流复苏与盈利修复下逐步提升。

图 41：2018-2022 年公司自营门店数 (单位：个)



资料来源：公司公告、德邦研究所

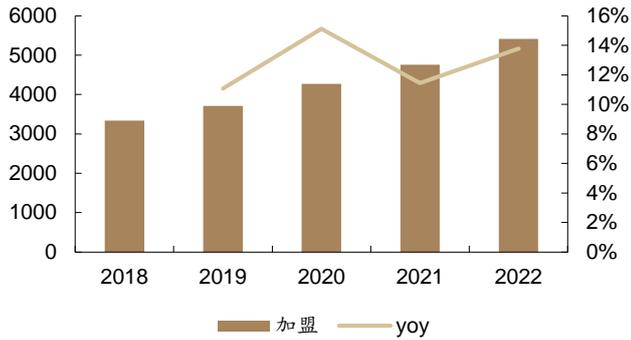
图 42：公司自营单店平均收入及毛利率情况 (单位：万元)



资料来源：公司公告、德邦研究所

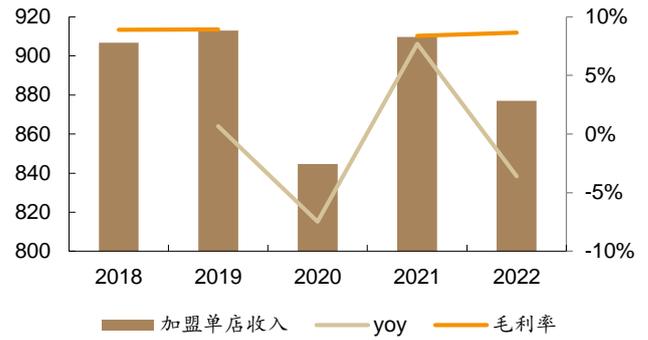
区域总经销+层层经销商：轻资产加盟拓店，保障业绩高质量增长。为加速老凤祥品牌区域拓展，公司开放加盟体系，以省代模式快速下沉。当前公司通过区域总经销商整合渠道资源，借助总经销商在区域的渠道资源与资金优势向下层层管理渗透。由管理赋予的强渠道灵活性与品牌带来的高利润空间激发省代经营积极性。从公司角度看，加盟商补货需求庞大，长期稳定的合作关系有助于老凤祥在景气下行期平滑业绩波动风险。至 2022 年公司批发收入达 475 亿元，占珠宝总收入比重已超 94%，对应毛利率约 8.7%。

图 43: 2018-2022 年公司加盟门店数 (单位: 个)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

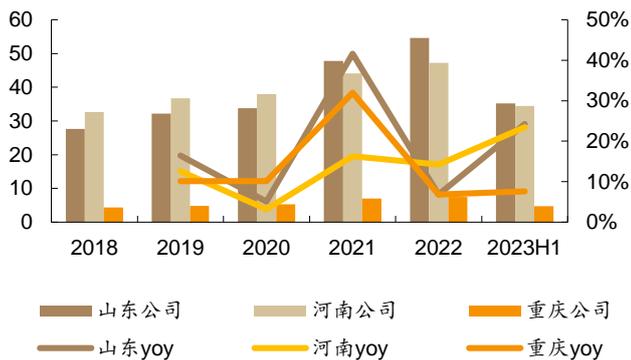
图 44: 公司加盟单店平均收入及毛利率情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

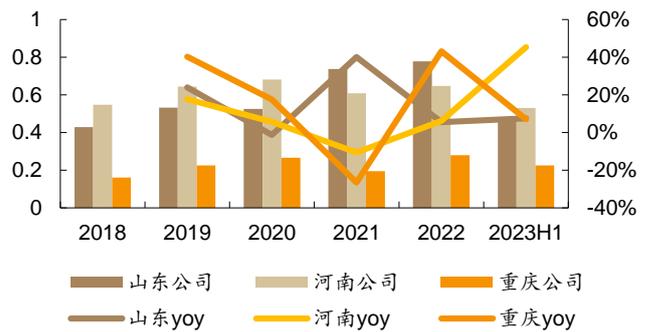
合资公司: 集团-省代利益新平衡, 共享渠道成长价值。在山东、河南、重庆等地区, 公司尝试平衡集团品牌影响力与区域经销商经营活力, 共同出资设立合资子公司, 强化与省代的合作关系及渠道绑定。对经销商而言, 合资公司形式可绕开传统经销商层层加价的采购环节, 合资的利润分配形式具备更高利润吸引力, 同时在门店营运管理上可获集团层面的支持与赋能。于老凤祥而言, 公司紧握 50% 以上的控股权, 有助于实际管理门店日常营运, 拓展自身品牌在当地的影响力, 并为其他区域经营树立品牌形象与门店扩张统一的标杆。

图 45: 2018-2023H1 公司与省代合资公司营收情况 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

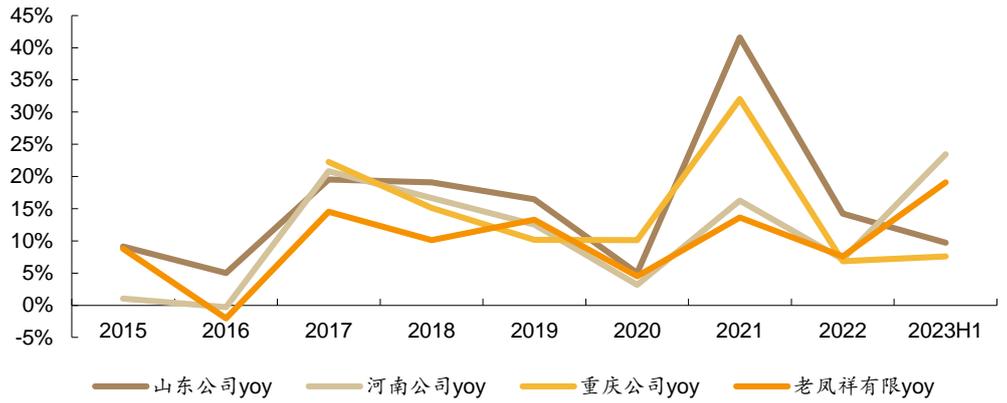
图 46: 2018-2023H1 公司与省代合资公司利润总额情况 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告、德邦研究所

深度绑定合作利益, 试点成功有望复制拓展。自 2010 年老凤祥初试运营河南合资子公司以来, 渠道经营活力显著激发, 并于 2015 年将合资模式于重庆、山东两地复制拓展, 2017-2022 年间河南/山东/重庆三家分公司收入 CAGR 达 11%/19%/14%, 显著高于同期老凤祥有限公司收入 CAGR 的 10%, 至 2022 年山东/河南/重庆三家合资子公司各实现收入 54.6/47.2/7.3 亿元, 合计贡献利润 1.70 亿元。

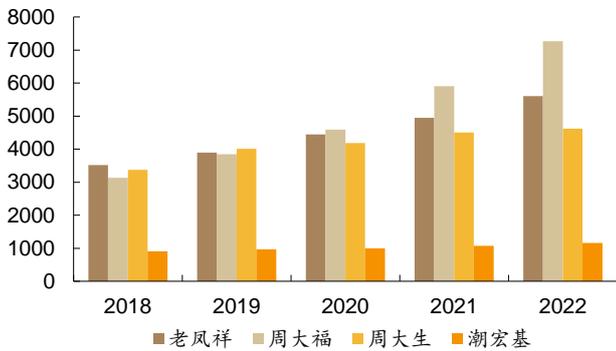
图 47：2016-2022 年三家合资公司整体营收增速高于老凤祥有限



资料来源：公司公告、德邦研究所

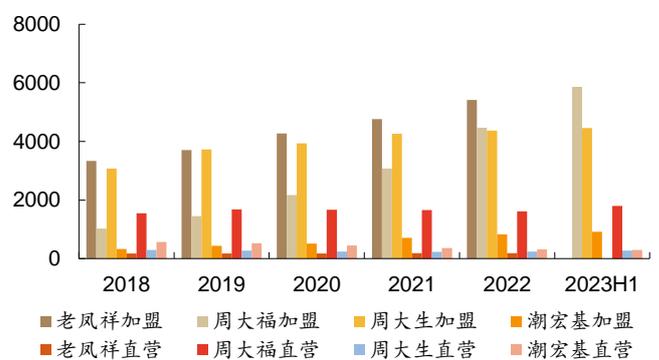
强渠道积极性下，门店数量逆势扩张“五位一体”灵活的渠道模式下，公司因地制宜有效克服了传统珠宝行业中门店过度扩张与品牌形象受损的弊病，平衡集团与加盟商主次过度分明的结构，深度激发渠道经营积极性与集团利益的统一。2018-2022 年间公司线下门店仍维持高速扩张，年均新开门店超 500 家，强品牌力与渠道优势下拓店能力行业领先，至 2022 年底公司已有的网点 5609 家，仅次于周大福，位居我国珠宝行业体量第二，其中自营银楼与加盟门店分别达 194/5415 家，加盟门店近 4 年拓店 CAGR 超 12.5%，加盟店数量已占门店总数的 97%。2023 年以来公司深化渠道建设，计划全年新增银楼专卖店及经销网点不少于 350 家，有望继续结合优质渠道模式持续扩张，进一步赋能集团业绩稳健成长。

图 48：2018-2022 年公司及其可比公司门店数量（单位：个）



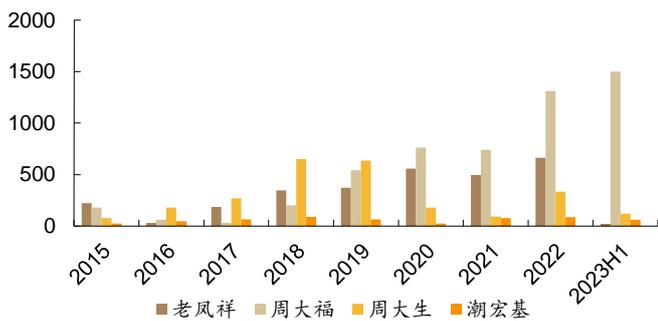
注：周大福为财年数据。
资料来源：各公司公告、德邦研究所

图 49：2018-2023 年公司及其可比公司直营及加盟门店数量（家）



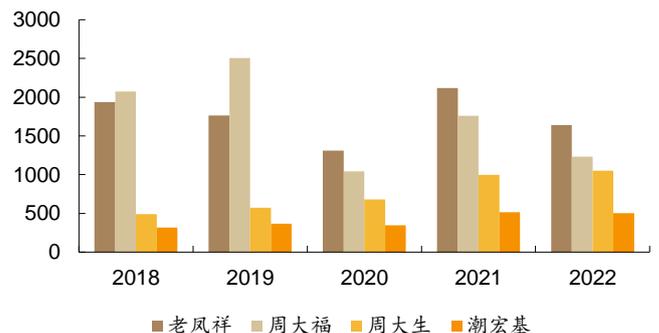
注：周大福为财年数据。
资料来源：各公司公告、德邦研究所

图 50：2015 年-2023H1 公司及主要竞对净开店数对比（单位：个）



注：周大福采用财年数据。
资料来源：各公司公告、德邦研究所

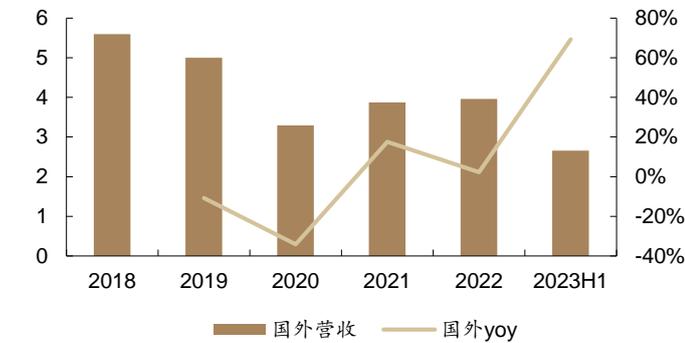
图 51：2018-2022 年公司及其主要竞对直营单店收入（单位：万元）



注：周大福采用财年数据。
资料来源：各公司公告、德邦研究所

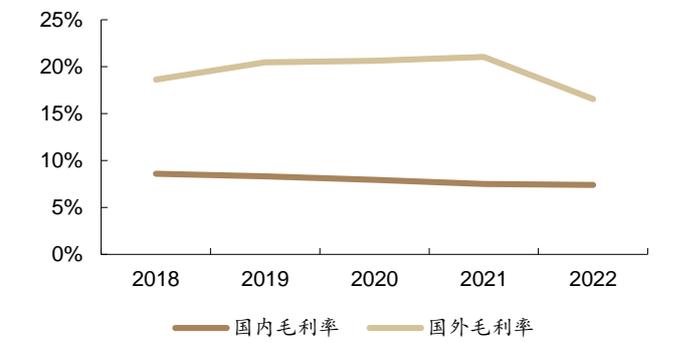
后疫情时期收入修复，金字品牌扬帆出海。2018-2020年，公司海外银楼数量为19家，疫情影响下2022年有15家维持开业。公司海外业务营收与国内相比体量较小，2022年仅3.96亿元，占总收入的0.63%；但毛利率水平更高，2018-2022年期间均超国内毛利率一倍以上，2022年有所下滑后仍为国内水平的2.24倍。公司计划后续依托海南自贸港政策优势，积极参与离岛免税市场竞争，并以老凤祥香港、海南公司为桥梁打通境内外循环瓶颈，拓展RCEP市场，进一步发力海外市场。随着疫情影响减退，公司营收有望受益于高利润海外业务的复苏。

图 52：2018-2022 年公司国外地区营收情况（单位：亿元）



资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

图 53：2018-2022 年公司国外销售毛利率高于国内

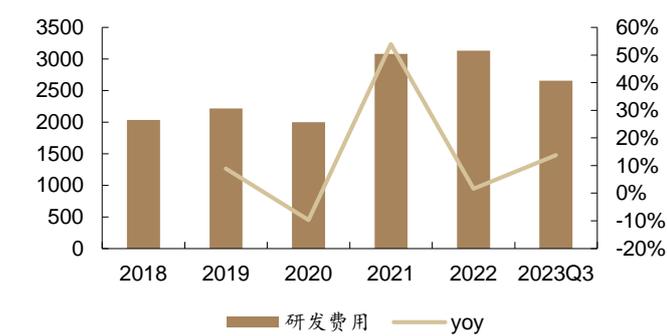


资料来源：ifind、公司公告、德邦研究所

3.3. 汇聚工美大师，经典传承引领国潮

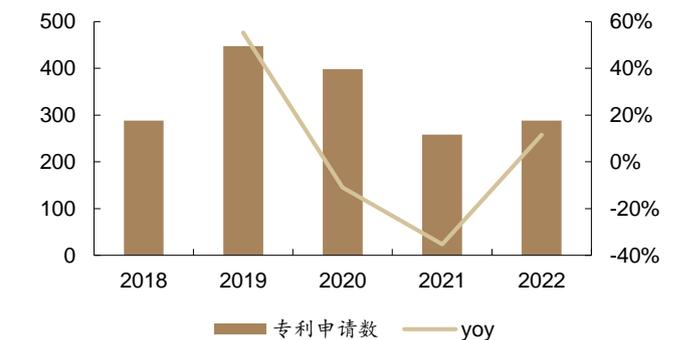
工艺美术大师数量业内居首，领衔精湛工艺与精美设计。老凤祥高度重视品类创新与设计研发，2022年研发费用约3130万元达近年新高，当前已有有效授权专利共879项，其中发明专利21项。从人才储备看，公司拥有10位国家级工艺美术大师和12位市级工艺美术大师，2021-2022年新增中高级专业人才48位。公司建立了“利益共享、风险同担”的激励机制，强化企业人才培养及留存，并深入推进“凤翔计划”，紧抓专技和青年人才培养。公司金银细工制作技艺进入“国家级非物质文化遗产”名录，金银首饰镶嵌技艺被评为“上海市优秀传统技艺”。在强大设计能力及工艺底蕴加持下，公司更容易在经典、轻奢、时尚等类型产品开发中占得先机。

图 54：2018-2023H1 公司研发费用变化（单位：万元）



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 55：2018-2022 年公司申请专利数变化（单位：项）



资料来源：公司公告、德邦研究所

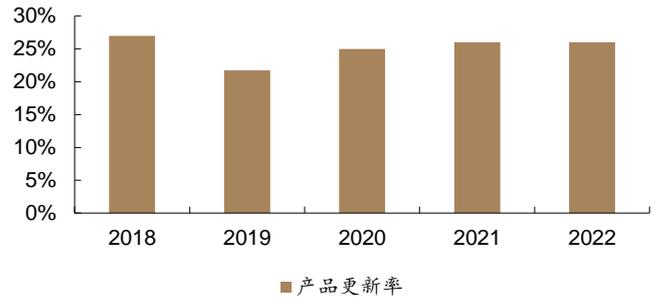
产品围绕国风设计，新品紧跟国潮趋势。公司凭借深厚底蕴形成国风特色质感，产品富有民族经典、文化传承附加价值，实现行业内较高区分度。在消费群体年轻化、渠道下沉化等市场趋势中，价格优势可为老凤祥提供更多增量机遇。“国潮”通常指设计中采用中国元素的产品。根据京东消费数据显示，2019年至2022年在具备一定销售规模的品牌中，国货商品人均消费金额的增速超过70%。公司紧跟国潮消费趋势，强调产品“国潮、国风、国韵”的民族特色及国际时尚特点，近年推出“点羽”、“青绿国色”、“生肖”、“绣风华”等富有设计感的国风系列产品，有望继续受益于国潮产品高人气。

图 56: 公司针对年轻消费群体推出新品



资料来源: 公司官网、老凤祥快讯公众号、德邦研究所

图 57: 2018-2022 年公司产品更新率稳定



资料来源: 公司公告、ifind、德邦研究所

注: 2019 年公司未披露产品更新率数据, 此处采用当年新品营收占比

图 58: 公司近年国潮相关新品



资料来源: 公司官网、老凤祥会员商城微信小程序、德邦研究所

古法金定位高端，藏宝金与凤祥喜事主打经典传承。公司近年打造了“藏宝金”和“凤祥喜事”两大子品牌，完善旗下产品矩阵。2022年，公司于“五五购物节”举行高端品牌“老凤祥藏宝金”首发式，正式确立高端产品新载体。藏宝金品牌主营古法金产品，其具有硬度高、耐脏抗印、佩戴舒适、外观内敛典雅等特点，可在高端市场增厚利润。2023年五五购物节，公司举行“凤祥喜事”主题店首发式。凤祥喜事品牌概念融合中国传统喜庆文化，以婚嫁、添丁、金榜、晋升、乔迁、庆生、团圆、吉庆“人生八喜”为主题，为传统喜庆消费增添时尚元素和文化内涵，帮助公司深入黄金珠宝核心消费场景。

图 59: 公司藏宝金及凤祥喜事产品示例



资料来源: 天津老凤祥、老凤祥河南官方公众号、德邦研究所

图 60: 公司金银细工制作技艺工序节选



资料来源: 公司官网、德邦研究所

自产体系严控产品质量。公司集科工贸于一体，拥有规模化生产制造能力，于东莞建立素金及镶嵌两大生产基地，其中 2022 年素金生产基地装备超 100 台（套）国内一流的自动化首饰机械，研发获得专利 66 件。2017-2019 年，公司黄金产品自产比例自 37.14% 提升至 48.13%，镶嵌类产品自产比例则自 44.92% 提升至 45.55%。公司较高的产品自产比例可对产品质量形成强监控，有效维护公司品牌质量。2022 年，公司东莞生产基地通过重组研发中心、拓宽 CNC 车间等方式提升了产品设计创新力，同年公司建成并投产运营老凤祥海南加工基地，使之与东莞生产基地在技术、工艺、款式、市场信息等方面互动互补，有望形成更强的自主研发及生产能力。

图 61: 2017-2019 年公司黄金产品自产比例



资料来源: 公司公告、德邦研究所

图 62: 2017-2019 年公司镶嵌类产品自产比例



资料来源: 公司公告、德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设与收入预测

按业务与渠道模式拆分，我们分别对珠宝加盟、黄金交易、及其他业务进行收入假设与测算：

珠宝首饰：新店开拓与同店恢复并行，品类迭代驱动结构优化升级。新三年国企改革下公司持续优化治理与管理结构，激发渠道积极性，未来门店有望持续扩张，单店收入受益疫后客流恢复与行业需求成长有所优化，期间毛利率小幅上行至 9.4-9.6%，预计珠宝首饰实现收入 596/682/774 亿元，同增 18.4%/14.5%/13.4%。

其他业务：随行而行，延续稳健增长。1) 黄金交易：老凤祥收入体量持续扩张与金价活跃波动下，黄金交易规模体量有所放大，预计 2023-2025 年收入增速分别达 25%/20%/15%，对应毛利率约 1.0%。2) 笔类、商贸、工艺品等其他业务：线下客流恢复与消费复苏趋势下，预计其他业务整体收入增速达 10-25%。

表 5：公司收入拆分与盈利预测

亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	517	587	630	754	872	991
yoy	4.2%	13.5%	7.4%	19.7%	15.6%	13.7%
毛利率	8.2%	7.8%	7.58%	7.95%	7.92%	7.94%
珠宝首饰	381	469	504	596	682	774
yoy	2.6%	23.1%	7.47%	18.36%	14.50%	13.36%
毛利率	10.1%	9.0%	9.1%	9.4%	9.5%	9.5%
黄金交易	130	112	121	151	181	208
yoy	19.9%	-13.9%	7.8%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	1.26%	0.73%	-0.03%	1.0%	1.0%	1.0%
笔类	2.43	2.60	2.04	2.55	2.93	3.22
yoy	-20.68%	6.81%	-21.60%	25.0%	15.0%	10.0%
毛利率	32.66%	38.37%	32.84%	30.00%	30.00%	30.00%
工艺品销售	0.84	0.92	0.92	1.15	1.32	1.45
yoy	-18.67%	9.51%	-0.03%	25.0%	15.0%	10.0%
毛利率	19.73%	21.77%	17.50%	18.00%	18.00%	18.00%
商贸	1.36	0.74	1.10	1.38	1.59	1.75
yoy	-4.83%	-45.86%	49.76%	25.0%	15.0%	10.0%
毛利率	1.72%	2.23%	0.92%	1.50%	1.50%	1.50%

资料来源：公司公告、德邦研究所测算

综上假设，我们预计公司 2023-2025 年间实现收入 754/872/991 亿元，同比增长 19.7%/15.6%/13.7%，期间毛利率达 7.95%/7.92%/7.94%，归母净利润 23.7/27.7/31.6 亿元，同比增长 39.3%/17.0%/14.0%。

4.2. 估值分析与投资建议

老凤祥为国资控股的珠宝行业龙头，百年经营史与金字招牌塑造终端强品牌力，新三年国企改革有望进一步理顺治理结构与股权活性，在“五位一体”灵活的渠道打法下持续放大区域经营积极性。行业短期金价上涨，长期悦己国潮消费大势之下公司以品牌与渠道的共振持续占据市场份额，我们预计公司 2023-2025 年间实现营业收入 754/872/991 亿元，同比增长 19.7%/15.6%/13.7%，归母净利润 23.7/27.7/31.6 亿元，同比增长 39.3%/17.0%/14.0%，当前对应 2024 年 PE13 倍，选取周大福、周大生、潮宏基、中国黄金等珠宝同业为可选公司，我们认为老凤祥业绩经营稳健，未来弹性与空间广阔，当前估值水平仍有提升空间，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 6：行业可比公司估值水平

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002867.SZ	周大生	185	16.84	1,391	1,653	1,916	13.3	11.2	9.6
1929.HK	周大福	989	10.88	7,043	8,186	9,267	14.0	12.1	10.7
600916.SH	中国黄金	155	9.23	1,022	1,224	1,414	15.2	12.7	11.0
002345.SZ	潮宏基	64	7.16	408	507	613	15.6	12.5	10.4
605599.SH	菜百股份	107	13.78	743	854	958	14.4	12.6	11.2
	行业平均	300					14.5	12.2	10.6
600612.SH	老凤祥	269	68.70	23.7	27.7	31.6	15.2	13.0	11.4

资料来源：Wind，德邦研究所；

注：股价以 2024.1.19 收盘价为准、潮宏基盈利预测来自德邦商社团队、其余标的选自 wind 一致预期周大福选取 FY2024-2026 财年数据

5. 风险提示

(1) 消费不及预期

线下客流缩减及人均消费下滑可能导致黄金珠宝整体消费不及预期。

(2) 金价波动风险

金价波动影响终端需求和公司盈利能力情况，可能导致盈利能力下滑。

(3) 加盟商管理不善

加盟商体量较大，加盟商经营不当将对品牌形象造成影响。

(4) 存货管理风险

公司持有大量黄金、铂金等原料及产品库存。如后续销售不及预期造成存货积压，叠加贵金属等原料价格动向不利，可能造成损失。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	3.25	4.53	5.30	6.04
每股净资产	19.36	22.46	27.76	32.13
每股经营现金流	1.84	5.26	2.08	1.82
每股股利	1.46	1.54	1.62	1.66
价值评估(倍)				
P/E	13.17	15.17	12.97	11.38
P/B	2.21	3.06	2.48	2.14
P/S	0.57	0.48	0.41	0.36
EV/EBITDA	7.04	8.18	6.86	6.10
股息率%	3.4%	2.2%	2.4%	2.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	7.6%	7.9%	7.9%	7.9%
净利润率	3.6%	4.2%	4.2%	4.2%
净资产收益率	16.8%	20.2%	19.1%	18.8%
资产回报率	6.5%	7.9%	8.0%	8.2%
投资回报率	12.3%	14.1%	14.0%	14.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.4%	19.7%	15.6%	13.7%
EBIT 增长率	6.0%	29.7%	15.1%	13.1%
净利润增长率	-9.4%	39.3%	17.0%	14.0%
偿债能力指标				
资产负债率	53.9%	51.9%	47.6%	44.4%
流动比率	1.8	1.9	2.1	2.3
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.6
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.8	1.8	1.5	1.7
存货周转天数	90.7	89.8	86.6	89.3
总资产周转率	2.6	2.7	2.7	2.7
固定资产周转率	185.9	226.1	265.7	309.9

现金流量表(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17.00	23.69	27.71	31.57
少数股东损益	5.68	7.90	9.24	10.52
非现金支出	2.68	1.07	1.34	1.26
非经营收益	4.55	3.32	2.47	2.29
营运资金变动	-20.27	-8.45	-29.88	-36.12
经营活动现金流	9.64	27.52	10.87	9.53
资产	-0.74	-0.18	-0.11	-0.10
投资	0.12	-0.50	-0.29	-0.02
其他	0.09	0.00	0.44	0.50
投资活动现金流	-0.53	-0.68	0.04	0.37
债权募资	-7.84	9.02	4.47	0.87
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-15.75	-10.69	-3.05	-11.72
融资活动现金流	-23.59	-1.67	1.42	-10.86
现金净流量	-14.69	25.37	12.34	-0.96

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 19 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	630	754	872	991
营业成本	582	694	803	912
毛利率%	7.6%	7.9%	7.9%	7.9%
营业税金及附加	2	3	3	3
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	8	10	12	13
营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	4	5	6	7
管理费用率%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	34	44	51	57
财务费用	2	2	1	1
财务费用率%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	30	42	49	56
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	30	42	49	56
EBITDA	36	45	52	59
所得税	8	11	12	14
有效所得税率%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	5.7	7.9	9.2	10.5
归属母公司所有者净利润	17.0	23.7	27.7	31.6

资产负债表(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	55.8	81.1	93.5	92.5
应收账款及应收票据	8.1	7.7	9.3	11.1
存货	168.0	178.3	208.0	244.6
其它流动资产	15.6	20.0	23.0	26.5
流动资产合计	247.5	287.1	333.7	374.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	3.3	3.3	3.2	3.2
在建工程	0.5	0.6	0.7	0.8
无形资产	0.6	0.6	0.6	0.6
非流动资产合计	12.6	11.9	11.3	10.7
资产总计	260.0	299.0	345.0	385.5
短期借款	68.9	68.9	68.9	68.9
应付票据及应付账款	8.1	7.8	9.4	11.2
预收账款	0.0	0.1	0.1	0.1
其它流动负债	57.5	72.7	80.2	85.6
流动负债合计	134.6	149.5	158.5	165.8
长期借款	2.0	2.0	2.0	2.0
其它长期负债	3.6	3.6	3.6	3.4
非流动负债合计	5.6	5.6	5.6	5.4
负债总计	140.2	155.1	164.1	171.2
实收资本	5.2	5.2	5.2	5.2
普通股股东权益	101.3	117.5	145.2	168.1
少数股东权益	18.5	26.4	35.7	46.2
负债和所有者权益合计	260.0	299.0	345.0	385.5

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。