

老凤祥(600612)

饰品/纺织服饰

发布时间: 2023-05-04

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

23Q1 业绩超预期，看好全年黄金消费市场

报告摘要:

事件:

老凤祥发布 2022 年报，2022 年公司实现营收 630.10 亿元/+7.36%，归母净利润 17.00 亿元/-9.38%，扣非归母净利润 17.27 亿元/+8.66%，非经常性损益-0.27 亿元，主要来自投资亏损；Q4 单季公司营收 94.72 亿元/+6.38%，归母净利润 3.44 亿元/-8.95%，扣非归母净利润 3.52 亿元/+8.89%。公司发布 2023 年第一季度报告，23Q1 公司营收 245.58 亿元/+33.17%，归母净利润 7.16 亿元/+76.10%，扣非归母净利润 7.33 亿元/+57.35%。公司拟每 10 股派发现金红利 14.6 元（含税）。

点评:

珠宝首饰表现稳健，22 年营收保持上升趋势。2022 年公司实现营收 630.10 亿/+7.36%，分行业看：笔类营收 2.04 亿/-21.60%/占比 0.32%；物业管理营收 33 万/-87.36%；化工原料营收 0.13 亿/-30.64%/占比 0.02%；珠宝首饰营收 503.62 亿/+7.47%/占比 79.93%；黄金交易营收 120.83 亿/+7.80%/占比 19.18%；工艺销售营收 0.92 亿/-0.03%/占比 0.15%；拍卖佣金营收 0.05 亿/-0.01%/占比 0.01%；商贸营收 1.10 亿/+49.76%/占比 0.18%；其他业务营收 1.42 亿/-17.27%/占比 0.22%；下属子公司上海老凤祥与孙公司上海老凤祥银楼收入增加带动公司营收增长，当期上海老凤祥营收贡献率 99.45%，利润贡献率 94.71%。分地区看：境内营收 624.72 亿/+7.47%/占比 99.15%，境外营收 396 万/+2.26%/占比 0.63%。

投资建议：公司为国内头部黄金珠宝品牌，渠道及品牌优势突出，伴随门店有序扩张，以及产品矩阵不断完善，市场空间有望逐步打开，看好全年黄金消费市场复苏趋势带动公司营收快速增长。预计公司 2023-2025 年营收分别为 732.76 亿/838.60 亿/943.99 亿，归母净利润分别为 21.44 亿/25.03 亿/28.81 亿，对应 PE 分别为 16 倍/14 倍/12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：黄金价格波动；扩店不及预期；业绩预测和估值判断不达预期。

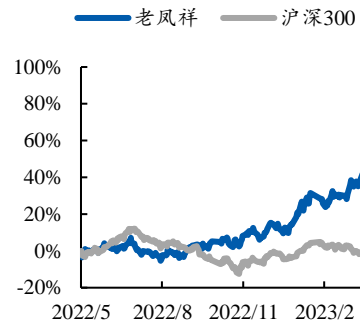
财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	58,691	63,010	73,276	83,860	94,399
(+/-)%	13.47%	7.36%	16.29%	14.44%	12.57%
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,144	2,503	2,881
(+/-)%	18.30%	-9.38%	26.11%	16.74%	15.10%
每股收益 (元)	3.59	3.25	4.10	4.79	5.51
市盈率	12.78	13.17	16.42	14.07	12.22
市净率	2.61	2.21	3.10	2.74	2.42
净资产收益率(%)	21.74%	17.60%	18.86%	19.44%	19.79%
股息收益率(%)	2.15%	2.17%	2.18%	2.20%	2.21%
总股本 (百万股)	523	523	523	523	523

股票数据

2023/04/28

6 个月目标价 (元)	--
收盘价 (元)	67.32
12 个月股价区间 (元)	36.05-67.32
总市值 (百万元)	35,216.29
总股本 (百万股)	523
A 股 (百万股)	317
B 股/H 股 (百万股)	206/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	26%	37%	87%
相对收益	25%	40%	84%

相关报告

《从扬州金泉看户外加工制造产业链》

--20230331

《他山之石，探 Lululemon 的崛起之路》

--20221011

《他山之石，从西松屋探我国母婴市场发展》

证券分析师: 李森蔓

执业证书编号: S0550520030003

18521943685 lism@nesc.cn

事件：

老凤祥发布 2022 年报，2022 年公司实现营收 630.10 亿元/+7.36%，归母净利润 17.00 亿元/-9.38%，扣非归母净利润 17.27 亿元/+8.66%，非经常性损益-0.27 亿元，主要来自投资亏损；Q4 单季公司实现营收 94.72 亿元/+6.38%，归母净利润 3.44 亿元/-8.95%，扣非归母净利润 3.52 亿元/+8.89%。公司发布 2023 年第一季度报告，23Q1 公司实现营收 245.58 亿元/+33.17%，归母净利润 7.16 亿元/+76.10%，扣非归母净利润 7.33 亿元/+57.35%。公司拟每 10 股派发现金红利 14.6 元（含税）。

点评：

珠宝首饰表现稳健，22 年营收保持上升趋势。2022 年公司实现营收 630.10 亿/+7.36%，**分行业看：**笔类营收 2.04 亿/-21.60%/占比 0.32%；物业管理营收 33 万/-87.36%；化工原料营收 0.13 亿/-30.64%/占比 0.02%；珠宝首饰营收 503.62 亿/+7.47%/占比 79.93%；黄金交易营收 120.83 亿/+7.80%/占比 19.18%；工艺销售营收 0.92 亿/-0.03%/占比 0.15%；拍卖佣金营收 0.05 亿/-0.01%/占比 0.01%；商贸营收 1.10 亿/+49.76%/占比 0.18%；其他业务营收 1.42 亿/-17.27%/占比 0.22%；下属子公司上海老凤祥与孙公司上海老凤祥银楼收入增加带动公司营收增长，当期上海老凤祥营收贡献率 99.45%，利润贡献率 94.71%。**分地区看：**境内营收 624.72 亿/+7.47%/占比 99.15%，境外营收 396 万/+2.26%/占比 0.63%。

规模效应叠加费用管控得当，各项费用率持续下降。2022 年公司整体费用率 2.33%/-0.22pct，其中：1) 销售费用 8.29 亿/+3.98%，销售费用率 1.32%/-0.04pct；2) 管理费用 4.02 亿/+0.07%，管理费用率 0.64%/-0.05pct；3) 研发费用 0.31 亿/+1.63%，研发费用率 0.05%/+0pct；4) 财务费用 2.04 亿/-23.36%，财务费用率 0.32%/-0.13pct。**2022Q4 单季度：**整体费用率 2.85%/-0.61pct，其中：销售费用率 1.29%/-0.73pct；管理费用率 0.98%/+0.34pct；研发费用率 0.08%/-0.04pct；财务费用率 0.50%/-0.19pct。**2023Q1：**整体费用率 2.31%/-0.31pct，其中：销售费用率 1.42%/-0.08pct；管理费用率 0.61%/-0.01pct；研发费用率 0.03%/-0.001pct；财务费用率 0.25%/-0.21pct，2022 全年及 23Q1 费用率均稳中有降。

受益金价上涨，23Q1 盈利能力同比提升。2022 年公司毛利率 7.58%/-0.19pct，归母净利率 2.70%/-0.50pct，扣非归母净利率 2.74%/+0.03pct；当期主要业务珠宝首饰毛利率 9.13%/+0.11pct，其他业务毛利率略有承压。2022Q4 单季度毛利率 9.10%/-1.09pct，归母净利率 3.63%/-0.61pct。2023Q1 毛利率 8.02%/+0.15pct，归母净利率 2.92%/+0.71pct。**周转能力：**2022 年存货周转天数 91 天/+9 天；应收账款周转天数 2 天/+1 天；经营性净现金流 12.48 亿，去年同期-9.79 亿，销售商品及提供劳务收到的现金同比大幅增加。

门店数量逆势扩张，不断推新及加强营销提升产品竞争力。截至 2022 年末，公司黄金珠宝核心板块共计海内外营销网点 5609 家/+664 家，门店稳步扩张，2023 年力争新增银楼专卖店和经销网点不少于 350 家，市场空间有望进一步打开。此外公司不断开发新品以完善产品矩阵，满足不同细分市场需求，同时推动传统媒体和新媒体的结合，增加老凤祥在年轻人中的影响力，持续发挥品牌力及提高产品市占率。

2022 年预算目标基本完成，2023 年目标有待实现。公司 2022 年营收 630.10 亿元，完成董事会目标 630.99 亿元的 99.86%；利润总额 30.28 亿元，完成董事会目标 31.33 亿元的 96.65%，公司经营管理成效得到验证。2023 年预算目标为营收 665 亿元/+5.54%，归母净利 18 亿元

+5.83%，公司将继续通过营销推广、研发创新和品牌培育等方式强化产品力和品牌力，助推业绩稳健增长。

投资建议：公司为国内头部黄金珠宝品牌，渠道及品牌优势突出，伴随门店有序扩张，以及产品矩阵不断完善，市场空间有望逐步打开，看好全年黄金消费市场复苏趋势带动公司营收快速增长。预计公司 2023-2025 年营收分别为 732.76 亿/838.60 亿/943.99 亿，归母净利润分别为 21.44 亿/25.03 亿/28.81 亿，对应 PE 分别为 16 倍/14 倍/12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：黄金价格波动；扩店不及预期；业绩预测和估值判断不达预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,577	7,395	9,690	12,308	净利润	2,268	2,859	3,338	3,842
交易性金融资产	231	231	231	231	资产减值准备	34	27	28	29
应收款项	812	796	794	791	折旧及摊销	234	39	39	39
存货	16,799	16,963	16,915	16,838	公允价值变动损失	103	73	84	94
其他流动资产	1,256	1,256	1,256	1,256	财务费用	329	345	345	345
流动资产合计	24,747	26,720	28,980	31,526	投资损失	66	0	0	0
可供出售金融资产					运营资本变动	-2,027	-119	-11	17
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-43	-7	-8	-9
固定资产	334	304	274	244	经营活动净现金流量	964	3,217	3,814	4,357
无形资产	56	58	60	62	投资活动净现金流量	-53	-81	-90	-100
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-2,359	-1,318	-1,429	-1,639
非流动资产合计	1,258	1,234	1,210	1,186	企业自由现金流	1,678	2,986	3,598	4,155
资产总计	26,005	27,954	30,190	32,712					
短期借款	6,893	6,893	6,893	6,893	财务与估值指标				
应付款项	815	873	843	846		2022A	2023E	2024E	2025E
预收款项	4	7	8	9	每股指标				
一年内到期的非流动负债	1,312	1,312	1,312	1,312	每股收益 (元)	3.25	4.10	4.79	5.51
流动负债合计	13,463	13,453	13,351	13,231	每股净资产 (元)	19.36	21.74	24.61	27.83
长期借款	200	200	200	200	每股经营性现金流量 (元)	1.84	6.15	7.29	8.33
其他长期负债	360	360	360	360	成长性指标				
长期负债合计	560	560	560	560	营业收入增长率	7.4%	16.3%	14.4%	12.6%
负债合计	14,023	14,013	13,911	13,792	净利润增长率	-9.4%	26.1%	16.7%	15.1%
归属于母公司股东权益合计	10,128	11,372	12,876	14,557	盈利能力指标				
少数股东权益	1,853	2,568	3,403	4,363	毛利率	7.6%	7.8%	7.9%	8.0%
负债和股东权益总计	26,005	27,954	30,190	32,712	净利润率	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%
					运营效率指标				
					应收账款周转天数	1.77	2.20	1.90	1.70
					存货周转天数	90.72	90.00	79.00	70.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	53.9%	50.1%	46.1%	42.2%
					流动比率	1.84	1.99	2.17	2.38
					速动比率	0.49	0.63	0.81	1.01
					费用率指标				
					销售费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
					管理费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
					财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
					分红指标				
					股息收益率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
					估值指标				
					P/E (倍)	13.17	16.42	14.07	12.22
					P/B (倍)	2.21	3.10	2.74	2.42
					P/S (倍)	0.36	0.48	0.42	0.37
					净资产收益率	17.6%	18.9%	19.4%	19.8%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

李森蔓：香港大学硕士，浙江大学本科，现任东北证券商贸零售组组长。2018 年以来具有 4 年证券研究从业经历，2019 年金牛奖研究团队第 3 名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

