

老凤祥 (600612.SH)

23Q1 业绩超预期，龙头地位不断巩固

老凤祥发布 2022 年年报及 23 年一季报，2022 年公司实现营收 630.1 亿/ +7.4%，实现归母净利润 17.0 亿/ -9.4%；2023 年 Q1 公司实现营收 245.6 亿/ +33.2%，实现归母净利润 7.2 亿/ +76.1%。公司长期经营稳健，拥有良好的黄金品牌口碑优势，渠道持续深耕，产品推陈出新，有望享受行业高增长和集中度提升带来的红利，未来成长可期。维持“强烈推荐”评级。

□ 2022 年营收稳健增长，Q1 业绩大超预期。2022 年公司营业收入达到 630.1 亿元/ +7.4%，实现归母净利润 17.0 亿元/ -9.4%，扣非归母净利润 17.3 亿元/ +8.7%；2023 年 Q1 公司实现营业收入 245.6 亿元 / +33.2%，实现归母净利润 7.2 亿元/ +76.1%，扣非归母净利润 7.3 亿元/ +57.4%。公司营收在 2022 年疫情多发挑战下仍实现稳健增长，体现公司经营韧性。此外，公司 23Q1 受益于疫后需求快速复苏，叠加金价上行态势，收入增长亮眼；同时，伴随毛利率提升，规模增长带来经营杠杆释放，公司 23Q1 净利增长明显快于收入增长。

□ 2022 年珠宝品类逆势增长，积极拓店加强渠道优势。分产品看，2022 年公司珠宝首饰收入 503.6 亿元/ +7.5%；黄金交易收入 120.8 亿元/ +7.8%；笔类产品营收 2.0 亿/ -21.6%；工艺品销售收入 0.9 亿元/ -0.03%。渠道方面，截至 2022 年末，老凤祥共计拥有营销网点 5609 家，全年净增 664 家。其中自营银楼、网点 194 家，净增 8 家，连锁加盟店 5415 家，净增 656 家。预计 2023 年公司拓店更加积极，将不断获取份额，增强行业领先地位。

□ 2022 年毛/净利率有所下滑，23Q1 净利率明显提升。公司 2022 年毛利率为 7.6%/ -0.2pct，净利率为 3.6%/ -0.6pct；综合费用率为 2.3%/ -0.2pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/ 0.6%/ 0.1%/ 0.3%，同比 -0.04pct/ -0.05pct / 0.00pct/ -0.13pct。公司 23Q1 毛利率为 8.0%/ +0.2pct，净利率为 3.9%/ +0.9pct，净利率明显提升；23Q1 公司综合费用率为 2.3%/ -0.3pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/ 0.6%/ 0.03%/ 0.3%，同比 -0.1pct / -0.01pct / 0.0pct / -0.2pct。

□ 盈利预测及投资建议：公司经营稳健，拥有良好的黄金品牌口碑优势，渠道持续深耕，产品推陈出新，有望享受行业高增长和集中度提升带来的行业红利，未来增长可期；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.6/23.7/26.7 亿，同比增长 21%/15%/13%，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：拓店不及预期，疫情反复，金价大幅波动，消费复苏不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	58691	63010	71814	80138	88136
同比增长	13%	7%	14%	12%	10%
营业利润(百万元)	3232	3017	3654	4207	4734
同比增长	16%	-7%	21%	15%	13%
归母净利润(百万元)	1876	1700	2060	2373	2671
同比增长	18%	-9%	21%	15%	13%
每股收益(元)	3.59	3.25	3.94	4.54	5.11
PE	17.1	18.8	15.5	13.5	12.0
PB	3.5	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服

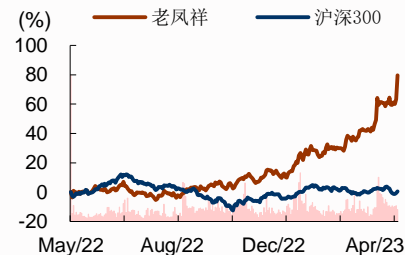
当前股价：67.32 元

基础数据

总股本 (万股)	52312
已上市流通股 (万股)	31711
总市值 (亿元)	320
流通市值 (亿元)	194
每股净资产 (MRQ)	20.7
ROE (TTM)	18.5
资产负债率	54.3%
主要股东	上海市黄浦区国有资产监督
主要股东持股比例	42.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	54	64
相对表现	16	44	61



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《老凤祥 (600612) 2022 三季报点评：Q3 业绩稳健增长，疫情冲击下龙头地位稳固》2022-10-28
- 《老凤祥 (600612) 一渠道持续扩张凸显韧性，22 年 Q2 业绩稳健增长》2022-08-31
- 《老凤祥 (600612) 一渠道&产品&品牌齐发力，22 年 Q1 延续稳健增长态势》2022-04-29

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

赵中平 S1090521080001

zhaozhongping@cmschina.com.cn

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

李星馨 研究助理

lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	21011	24747	28547	31153	34917
现金	7046	5577	6812	6947	8336
交易性投资	353	231	231	231	231
应收票据	0	370	422	471	518
应收款项	177	442	482	538	592
其它应收款	24	30	34	38	41
存货	12549	16799	19087	21278	23384
其他	862	1298	1479	1650	1815
非流动资产	1264	1258	1231	1209	1190
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	343	334	326	319	313
无形资产商誉	58	56	51	45	41
其他	863	867	855	844	836
资产总计	22275	26005	29779	32362	36107
流动负债	10102	13463	15352	15594	16725
短期借款	7714	6893	9502	9179	9768
应付账款	524	815	926	1033	1135
预收账款	199	273	310	346	380
其他	1664	5482	4613	5036	5442
长期负债	1315	560	560	560	560
长期借款	900	200	200	200	200
其他	415	360	360	360	360
负债合计	11416	14023	15912	16154	17286
股本	523	523	523	523	523
资本公积金	467	467	467	467	467
留存收益	8201	9138	10335	11884	13606
少数股东权益	1668	1853	2541	3333	4225
归属于母公司所有者权益	9191	10128	11325	12874	14596
负债及权益合计	22275	26005	29779	32362	36107

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1990	964	1119	1575	2020
净利润	2447	2268	2748	3165	3563
折旧摊销	67	75	59	55	52
财务费用	330	329	242	219	195
投资收益	(14)	66	43	43	43
营运资金变动	(805)	(1729)	(1976)	(1910)	(1835)
其它	(36)	(44)	2	3	3
投资活动现金流	17	(53)	(75)	(75)	(75)
资本支出	(55)	(75)	(32)	(32)	(32)
其他投资	72	22	(43)	(43)	(43)
筹资活动现金流	(560)	(2359)	191	(1366)	(556)
借款变动	5	(1341)	1297	(322)	589
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(654)	(759)	(863)	(824)	(949)
其他	89	(259)	(242)	(219)	(195)
现金净增加额	1447	(1447)	1235	134	1389

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	58691	63010	71814	80138	88136
营业成本	54130	58233	66195	73795	81097
营业税金及附加	232	216	246	274	302
营业费用	797	829	945	1054	1159
管理费用	402	402	458	511	562
研发费用	31	31	36	40	44
财务费用	267	204	242	219	195
资产减值损失	299	(35)	5	5	0
公允价值变动收益	(18)	(103)	(103)	(103)	(103)
其他收益	104	127	127	127	127
投资收益	14	(66)	(66)	(66)	(66)
营业利润	3232	3017	3654	4207	4734
营业外收入	12	13	13	13	13
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	3242	3028	3665	4218	4745
所得税	794	760	917	1052	1182
少数股东损益	571	568	688	792	892
归属于母公司净利润	1876	1700	2060	2373	2671

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	13%	7%	14%	12%	10%
营业利润	16%	-7%	21%	15%	13%
归母净利润	18%	-9%	21%	15%	13%
获利能力					
毛利率	7.8%	7.6%	7.8%	7.9%	8.0%
净利率	3.2%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%
ROE	21.9%	17.6%	19.2%	19.6%	19.4%
ROIC	14.0%	12.0%	13.4%	13.6%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	51.3%	53.9%	53.4%	49.9%	47.9%
净负债比率	41.3%	32.3%	32.6%	29.0%	27.6%
流动比率	2.1	1.8	1.9	2.0	2.1
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
存货周转率	4.4	4.0	3.7	3.7	3.6
应收账款周转率	359.0	127.0	83.7	83.8	83.2
应付账款周转率	107.8	87.0	76.0	75.3	74.8
每股资料(元)					
EPS	3.59	3.25	3.94	4.54	5.11
每股经营净现金	3.80	1.84	2.14	3.01	3.86
每股净资产	17.57	19.36	21.65	24.61	27.90
每股股利	1.45	1.65	1.58	1.81	2.04
估值比率					
PE	17.1	18.8	15.5	13.5	12.0
PB	3.5	3.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.0	13.0	10.7	9.4	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020-2022年任招商证券美妆时尚行业分析师，重点覆盖珠宝、医美、美妆板块，2022年团队新财富排名第四位。2023年起任招商证券环保公用事业行业首席分析师。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年任招商证券轻工行业首席分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。