

➤ **老凤祥：老字号百年积淀，新时代再扬风帆。** 创立于 1848 年的上海，至今已有 170 余年历史，是中国珠宝首饰和民族企业品牌的“百年金字招牌”。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，主业涵盖三大产业，2018-2022 年，营收及归母净利润呈上升趋势，4 年 CAGR 为 9.55% 与 9.00%。珠宝首饰类产品占营业收入的比重最高，2018-2022 年其占总营收的比例在 73%~80%，2022 年珠宝首饰类产品占总收入的比例提升至 79.93%，黄金交易类产品占总营收的比例稳定在 19% 左右。2023Q1，实现归母净利润 7.16 亿元，同比+76.10%，扣非归母净利润同比+57.35%至 7.33 亿元。

➤ **核心竞争力：产品匠心独运，渠道积极拓展，品牌势能持续提升。** ①**产品：“金银细工”工艺精湛，产品设计“匠心独运”。**老凤祥独特的金银细工制作技艺工艺精湛，入选国家级非物质文化遗产，匠心打造精美饰品；拥有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，2022 年在海南建立了加工基地并开始投产运营，与东莞生产基地形成了互补互动，为公司进军国际市场和实现黄金珠宝产品自主研发、生产和销售助力。②**渠道：“五位一体”营销模式，营销网络布局深远。**截至 2022 年底，公司营销网点达 5609 家（含海外银楼 15 家），全年净增 664 家，其中自营银楼和网点共计 194 家，连锁加盟店 5415 家。老凤祥 2019 年提出下沉战略，市场占有率不断提升，据欧睿数据，2022 年，中国珠宝首饰行业前十企业中老凤祥市占率达 7.9%，排名行业公司第二，优势突出。③**品牌：立足“百年金字招牌”，持续提升品牌势能。**作为业内“百年金字招牌”，拥有独特品牌文化。2023 年，公司将老凤祥 175 周年为契机，深挖“经典”与“时尚”品牌文化内涵，组织系列推广活动，提升社会影响力。

➤ **未来看点：“三年行动计划”逐步落地，国企改革焕发新活力。**2023 年计划新增银楼专卖店（加盟店）和经销网点（专柜）不少于 350 家，同时提升产品陈列档次，制定零售业务门店装修计划。此外，公司将布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店，展示全新零售形象。海外业务方面，依托海南自由贸易港政策优势，积极参与离岛免税市场竞争，扩展老凤祥未来发展空间。2023 年，公司将继续响应“十四五”号召，推进实现其“三年行动计划”。2023 年，主要经济指标的预算目标如下：①**营业总收入：**实现 665 亿元，同比+5.54%；②**利润总额：**实现 32 亿元，同比+5.70%；③**归母净利润：**实现 18 亿元，同比+5.83%。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年分别实现 EPS 4.08、4.76 与 5.42 元，5 月 9 日收盘价对应 PE 为 16、14 与 12 倍，公司估值仍有提升空间，考虑到公司品牌力深厚，并在产品与渠道端竞争优势突出，收入与利润端有望实现快速增长。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	63010	74234	84248	94360
增长率 (%)	7.4	17.8	13.5	12.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1700	2133	2491	2837
增长率 (%)	-9.4	25.4	16.8	13.9
每股收益 (元)	3.25	4.08	4.76	5.42
PE	20	16	14	12
PB	3.4	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 9 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

65.30 元



分析师

刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师

郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

目录

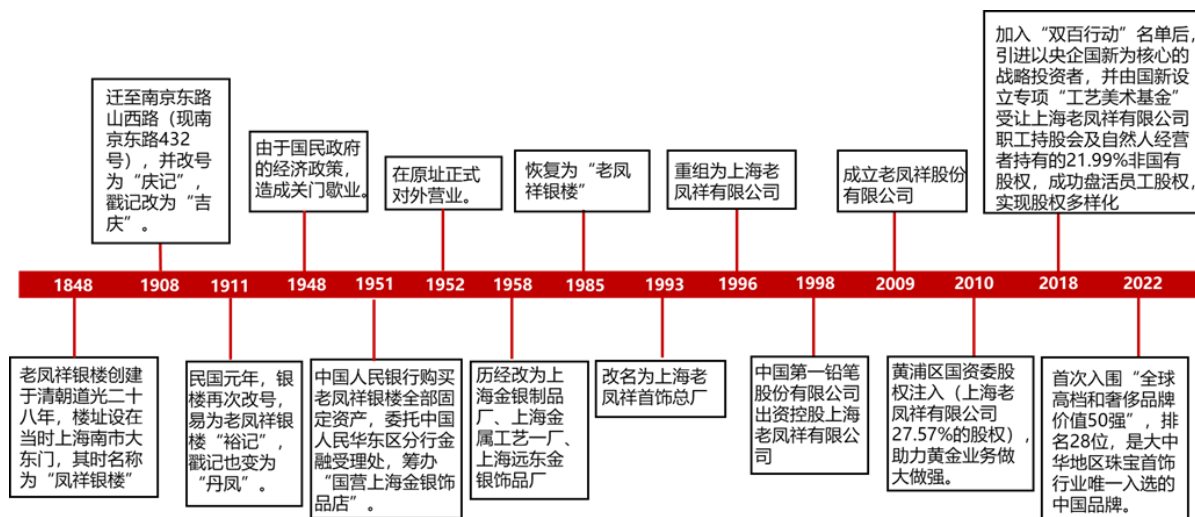
1 老凤祥：老字号百年积淀，新时代再扬风帆	3
1.1 公司概况：老字号珠宝品牌，百年沉淀构筑龙头地位	3
1.2 股权结构：国有资本实际控股，“双百行动”激发活力	4
1.3 财务分析：收入与利润稳步上行，盈利能力逐步优化	5
2 核心竞争力：产品匠心独运，渠道积极拓展	8
2.1 产品：“金银细工”工艺精湛，产品设计“匠心独运”	8
2.2 渠道：“五位一体”营销模式，营销网络布局深远	10
2.3 品牌：立足“百年金字招牌”，持续提升品牌势能	11
3 未来看点：“三年行动计划”逐步落地，国企改革焕发新活力	12
4 盈利预测与估值分析	13
4.1 收入拆分与盈利预测	13
4.2 估值分析与投资建议	15
5 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 老凤祥：老字号百年积淀，新时代再扬风帆

1.1 公司概况：老字号珠宝品牌，百年沉淀构筑龙头地位

百年老字号珠宝品牌，历史积淀构筑龙头地位。“凤祥银楼”创立于 1848 年的上海，至今已有 170 余年历史，是中国珠宝首饰和民族企业品牌的“百年金字招牌”。1998 年，第一铅笔出资控股上海老凤祥；2009 年，成立“老凤祥股份有限公司”，作为集团旗下珠宝类业务子公司；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，主业涵盖三大产业，悠久的历史发展历史形成了老凤祥深厚的品牌文化、精湛的工艺技术及丰富的行业经验，进一步提升公司的品牌影响力。截至 2022 年末，黄金珠宝核心板块共计拥有海内外营销网点 5609 家（含海外银楼 15 家），其中自营银楼、网点 194 家，连锁加盟店 5415 家。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

黄金珠宝产品矩阵完善齐全，产业链一体化奠定坚实基础。①**产品矩阵**：致力于丰富和扩展黄金珠宝产品品类，已形成了“黄金、铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、珉琅、K 金珠宝眼镜、珊瑚、手表、琥珀、胸针饰品、工艺美术旅游纪念品”等产品门类。②**产业链一体化**：集科工贸于一体、产供销于一身，形成从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地，并涉足博物馆、典当行、拍卖行等配套领域。通过投资建设“老凤祥东莞珠宝首饰有限公司”、“老凤祥（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司”两家设计生产基地，拥有了目前行业内最先进的自动化机器设备和生产工艺，突破黄金珠宝行业手工加工的传统，有效地提升了生产效率、加工精度和产品实物质量，形成了现代化、数控化的产品链，为品牌自主产品研发、生产，为进一步延伸产业链与突出品牌优势奠定了坚实的基础。

图2：公司黄金珠宝产品矩阵一览

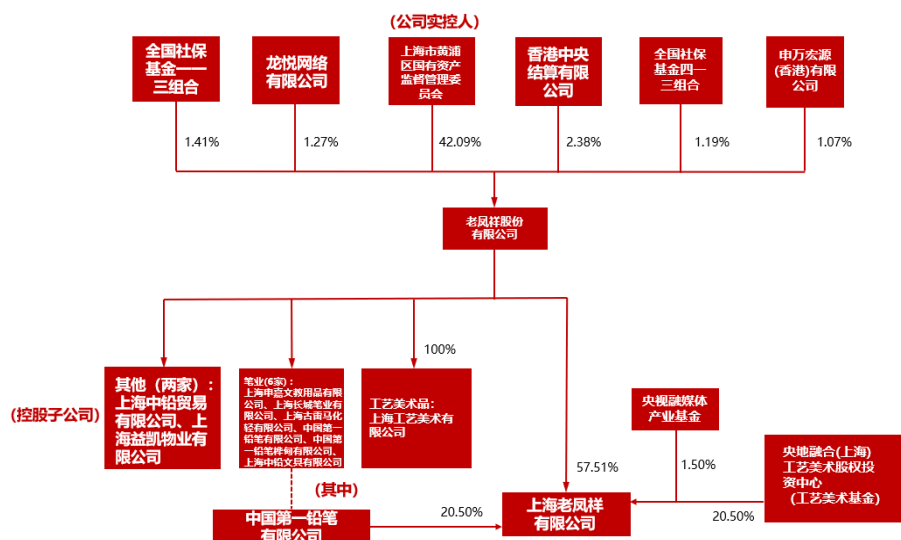
产品品类							
黄金			K金	珠宝镶嵌	珍珠	铂金	翡翠
足金	古法金	IP系列					
 兔Nice系列  “凤祥喜事”系列  点羽-朝凤系列	 藏宝金系列  藏宝金系列	 迪士尼小鹿斑比邦尼兔系列  迪士尼公主之松松系列  迪士尼小熊维尼系列	 心扉系列18K金  爱的轨迹系列18K金	 “囍嫁和鸣”系列  “凤祥喜事”系列  公主日记系列	 “心意”珍珠系列  “真我”珍珠系列	 六瓣花系列  “三生有杏”系列耳坠	 如鱼得水系列翡翠  吉祥富贵镯

资料来源：公司官网，公司公众号，公司微信线上商城，民生证券研究院

1.2 股权结构：国有资本实际控制，“双百行动”激发活力

国有资本实际控制，股权结构相对稳定。2010年，黄浦区国资委将其持有的上海老凤祥 27.57%的股权以及工美公司 100%的股权注入老凤祥股份有限公司，通过本次的收购，加强对金银珠宝首饰类业务的控制能力，将主营业务做大做强。截至 2023Q1，上海市黄浦区国有资产监督管理委员会持股比例为 42.09%，为公司的实际控制人，在国有资本的控股背景下，公司的生产与经营较为稳健。

图3：公司股权结构（截至 2023Q1）

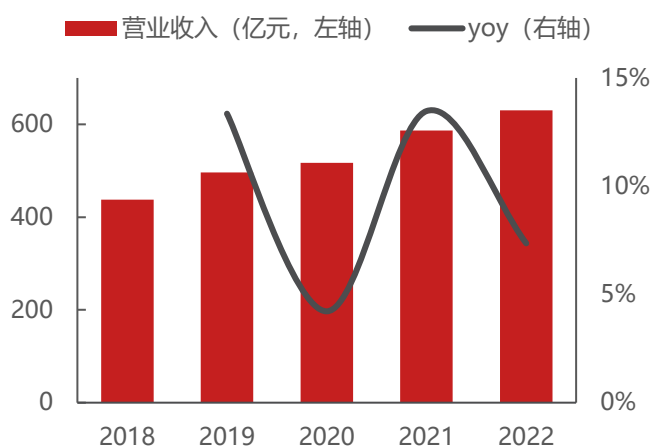


资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

1.3 财务分析：收入与利润稳步上行，盈利能力逐步优化

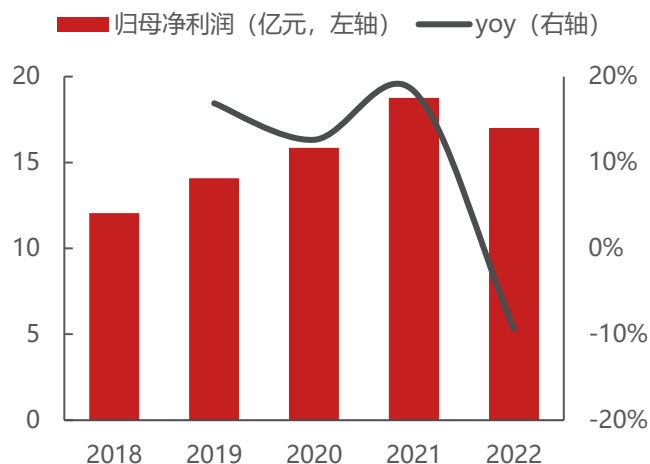
2018-2022年,营收及归母净利润呈上升趋势,4年CAGR为9.55%与9.00%。公司营业收入增速稳定,由2018年的438亿元增至2022年的630亿元,4年CAGR为9.55%;归母净利润由2018年的12亿元增长至2022年的17亿元,4年CAGR达9.00%。公司营业收入增长稳健,除2020年及2022年增速放缓,整体呈现上行态势,2022年归母净利润同比下滑9.38%,扣除2021年上海三星文教动迁补偿收入影响,同比+2.59%,基本保持稳定。2022年,公司营业收入同比+7.36%至630.10亿元。2022年,公司实现归母净利润17亿元,同比-9.38%,完成董事会预算目标的98.38%。利润下降的原因包括疫情影响导致销售未达预期,以及受消费者避险情绪影响,毛利率较低的计克类黄金产品销售占比提升,使得整体的毛利率下降,对利润水平造成一定影响。2023Q1,归母净利润为7.16亿元,同比+76.10%,扣非归母净利润同比+57.35%至7.33亿元。

图4：2018-2022年营业收入（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：2018-2022年归母净利润（亿元）及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

具体来看：

①**按产品分类**：珠宝首饰类产品占营业收入的比重最高，2018-2022年其占总营收的比例在73%~80%左右，2022年珠宝首饰类产品占总收入的比例进一步提升至79.93%。黄金交易类产品占总营收的比例次之，2021-2022年稳定在19%左右。公司销售占比最大的产品为素金类产品，其受到金价和汇率的波动影响较大，黄金原材料与库存商品随国际金价和珠宝原料价格波动而变化；

②**按地区分类**：2018-2022年，国内地区收入占比不断提升，近三年稳定在99%以上，且收入整体呈现上升趋势；受疫情扰动等因素影响，2019-2021年国外地区收入呈现逐年波动下滑趋势，预计随疫情影响消退，将逐步回暖。

表1：营业收入按主要产品和地区分类（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	437.84	496.29	517.22	586.91	630.10
yoy		13.35%	4.22%	13.47%	7.36%
按产品分类					
珠宝首饰	338.03	371.05	380.79	468.60	503.62
占比	77.20%	74.76%	73.62%	79.84%	79.93%
yoy	-	9.77%	2.63%	23.06%	7.47%
黄金交易	57.50	108.59	130.15	112.08	120.83
占比	13.13%	21.88%	25.16%	19.10%	19.18%
yoy	-	88.86%	19.86%	-13.88%	7.80%
笔类	3.07	3.07	2.43	2.60	2.04
占比	0.70%	0.62%	0.47%	0.44%	0.32%
yoy	-	0.00%	-20.68%	6.81%	-21.60%
工艺品销售	1.21	1.03	0.84	0.92	0.92
占比	0.28%	0.21%	0.16%	0.16%	0.15%
yoy	-	-15.03%	-18.66%	9.51%	-0.03%
按地区分类					
国内	396.05	480.41	512.54	581.32	334.91
占比	90.46%	96.80%	99.10%	99.05%	99.26%
yoy	-	21.30%	6.69%	13.42%	-42.39%
国外	5.60	5.00	3.30	3.88	1.57
占比	1.28%	1.01%	0.64%	0.66%	0.47%
yoy	-	-10.71%	-34.00%	17.58%	-59.54%

资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

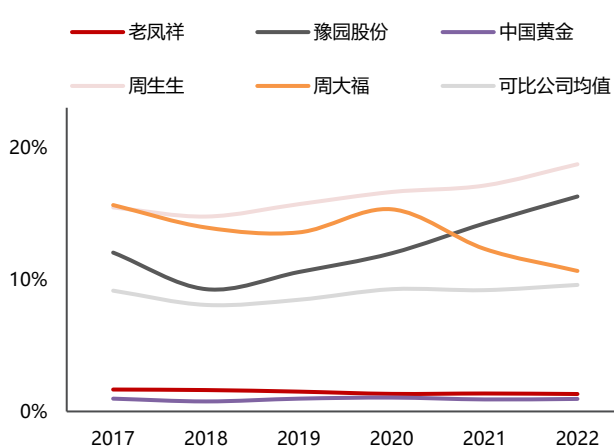
公司盈利能力相对稳定，费用水平控制良好。2019-2022年，公司销售毛利率与销售净利率分别稳定在7.5%及3.5%以上。分产品来看，笔类和工艺品销售类产品的毛利率显著高于其他产品，分别在32%及17%以上。2019-2022年，公司的销售费用率保持在3%-5%，其中，2022年销售费用同比+3.98%至8.29亿元，管理费用同比+0.07%至4.02亿元，均系公司下属子公司本年工资社保及福利费增加所致。2022年，研发费用同比+1.63%至0.31亿元，系委托外部研发费增加所致，财务费用率呈逐年下降趋势。

表2：2019-2022年公司销售毛利率、销售净利率及期间费用率情况

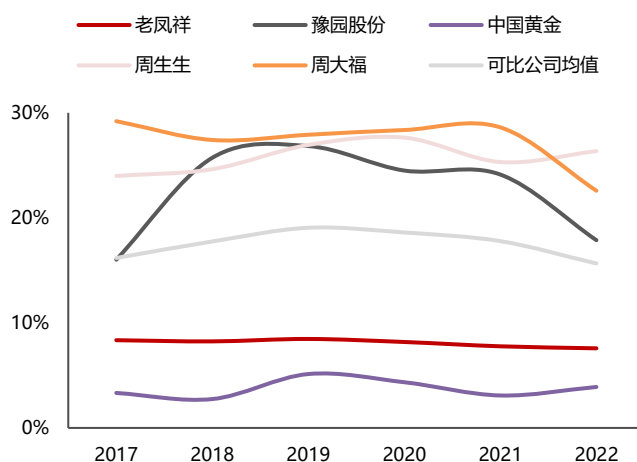
单位：亿元	2019	2020	2021	2022
销售毛利率	8.47%	8.18%	7.77%	7.58%
笔类	38.45%	32.66%	38.37%	32.84%
珠宝首饰	10.28%	10.14%	9.02%	9.13%
黄金交易	1.19%	1.26%	0.73%	-0.03%
工艺品销售	20.63%	19.73%	21.77%	17.5017%
商贸	2.25%	1.72%	2.23%	0.92%
销售净利率	3.69%	4.01%	4.17%	3.60%
销售费用率	1.50%	1.33%	1.36%	1.32%
管理费用率	0.99%	0.83%	0.68%	0.64%
研发费用率	0.04%	0.03%	0.06%	0.05%
财务费用率	0.51%	0.56%	0.45%	0.32%

资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

公司的销售费用率低于可比公司均值，销售毛利率当前略低于平均水平。豫园股份主要从事于文化商业及智慧零售、珠宝时尚产品销售，潮宏基主要从事珠宝首饰和时尚女包的运营与管理，中国黄金主要从事于黄金生产的副产品及产品的销售、仓储，周生生主要从事珠宝制作与销售，周大福主要从事珠宝镶嵌首饰、铂金/K金产品、黄金产品以及钟表，以上公司在A股或港股上市，市场规模与公司具有可比性，因此作为可比公司进行财务分析，公司的销售费用率低于可比公司均值，销售费用率控制良好，而因为公司的产品结构影响，低毛利率的黄金产品占比较高，公司的销售毛利率低于可比公司均值。

图6：销售费用率低于可比公司均值


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：销售毛利率低于可比公司均值


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 核心竞争力：产品匠心独运，渠道积极拓展

2.1 产品：“金银细工”工艺精湛，产品设计“匠心独运”

金银细工制作技艺入选国家级非物质文化遗产，匠心打造精美饰品。老凤祥独特的金银细工制作技艺工艺精湛，风格独特，主要包括首饰、佩饰、器皿和摆饰四大类，有很强的代表性。金银细工制作技艺是以贵金属为原料的制作工艺，制作过程非常繁复，要求心手合一，讲求整体构思和细部雕琢达到“型美工巧”的造物境界，表现出机器生产无法替代的神韵，其中“阳花抬压工艺”是摆件制作主要技术，还包括鎏金、泥塑、扳金、拗丝、镶嵌和雕琢等各种技法。老凤祥的金银细工制作技艺于 2008 年被列入国家级非物质文化遗产名录。

图8：老凤祥金银细工制作技艺



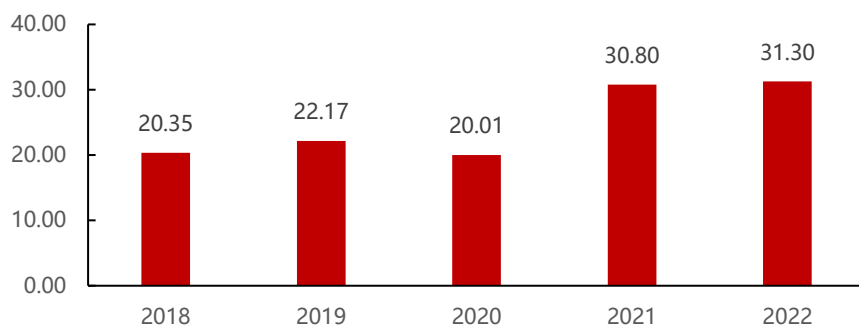
资料来源：上海市群众艺术馆，民生证券研究院

先进自动化机器设备和生产工艺提升生产效率，打造现代化、数控化产品链。

公司拥有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，投资建设“老凤祥东莞珠宝首饰有限公司”和“老凤祥（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司”两个设计生产基地，注重运营和专利转化，采用先进的自动化机器设备和生产工艺，成功地打破了传统黄金珠宝行业的手工加工模式，提升了生产效率、加工精度和产品实物质量。两个首饰生产基地支撑了老凤祥在国内、国际市场的产品需求，使老凤祥成为了“上海制造”的代表之一。公司于 2022 年新设立的“老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心有限公司”，在海南建立了加工基地并开始投产运营，与东莞生产基地形成了互补互动，为公司进军国际市场和实现黄金珠宝产品自主研发、生产和销售助力。

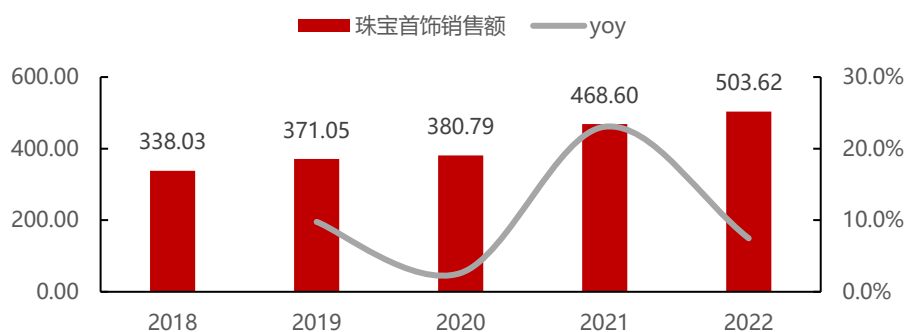
注重产品研发投入，研发团队人才储备丰富。一方面，公司不断加大研发投入，十分注重产品研发，2018-2022 年，研发费用 4 年 CAGR 为 8.99%；另一方面，公司专利数量不断增长，2022 年公司专利申请数达 288 项，截至 2022 年底，公

公司拥有发明专利 21 项，产品更新率达到 26%以上，新产品销售额达 137 亿元。公司拥有大量行业领袖和优秀人才，其中有 10 名国家级工艺美术大师和 12 名上海市级工艺美术大师，专业领域中高级人才数量处于业内领先地位。公司积极推进“设计师、技师、制作工、营业员”四大首席聘任制度和一、二、三级的梯队递进体系，集聚人才、善用人才，并建立了“利益共享、风险共担”的激励机制，为公司用人、育人、留人创造良好环境。在总结和传承中国传统金银文化基础的基础上，公司全面梳理和提炼了百年品牌的独特工艺技术，通过名师带高徒和创建大师原创工作室等方式，培养了具有独特技艺的传承人，其金银首饰镶嵌技艺被认定为“上海市优秀传统文化”。

图9：2018-2022 年公司研发费用（百万元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

珠宝首饰为主力产品，产品矩阵丰富完善。公司致力于丰富和扩展自身产品品类，充实品牌内涵，满足不同细分市场的消费者需求，目前已形成了黄金、铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、珐琅、K 金珠宝眼镜、琥珀、胸针饰品等较为齐全的产品门类。珠宝首饰作为公司的主力产品，一直对公司销售额贡献最高，2018-2022 平均营业收入占比达 77.20%，同时销售额不断增长，2018-2022CAGR 达到 8.30%。2022 年，公司于“五五购物节”举行“老凤祥藏宝金”高端品牌的首发式，完善了高端品牌矩阵，同时联手老凤祥全球形象代言人陈数女士打造“数”行中国”全国品牌推广活动，将百年品牌与当代风范相融合，使公司产品持续焕发新的活力。

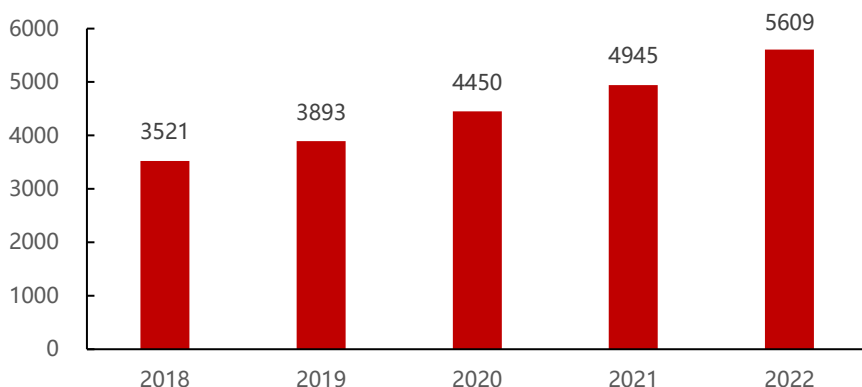
图10：2018-2022 年公司珠宝首饰销售额（亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2 渠道：“五位一体”营销模式，营销网络布局深远

打造“五位一体”的营销模式，不断提升网点数量。公司制定了“立足上海、辐射全国、走向世界”的营销网络建设方针，将渠道拓展放在重要位置，采取“品牌联动”和“立体式经营”的新路线，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”的营销模式，主要门店模式为连锁加盟店。截至2022年底，公司营销网点达5609家（含海外银楼15家），全年净增664家，其中自营银楼和网点共计194家，连锁加盟店5415家，2018-2022年CAGR达到9.76%。

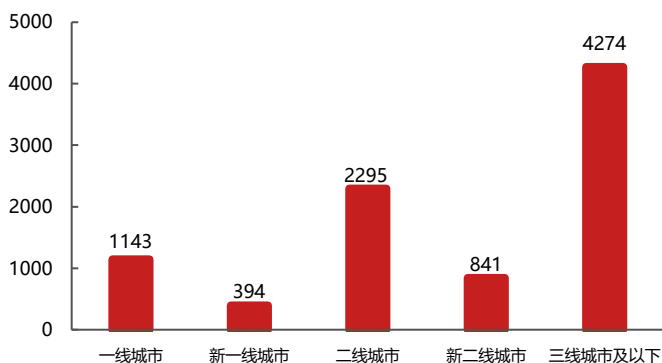
图11：2018-2022 公司营销网点数（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

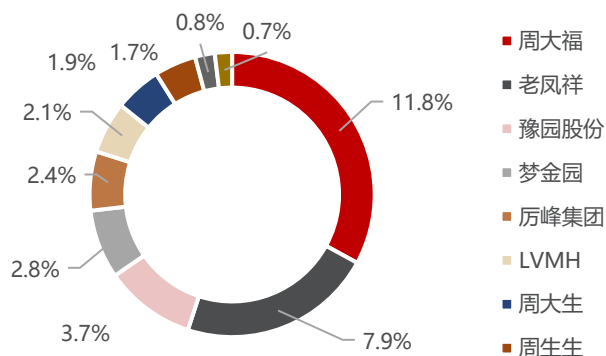
持续推进渠道下沉，不断提升市场占有率。随着低线城市消费意愿和消费水平的不断增长和一线市场逐渐饱和，各大珠宝品牌也加快推进渠道下沉，加速拓展三四线城市门店。根据智图品牌数据，随着城市等级的下降，珠宝品牌的门店数量反而呈上升趋势。2021年，老凤祥、六福珠宝、周大福和周生生四家珠宝品牌在一线城市共有1143家门店，而二到五线城市共有7410家门店。老凤祥2019年提出下沉战略，布局时间长，投入比例大，具有明显优势。公司市场占有率不断提升，根据欧睿数据，2022年，我国珠宝首饰行业前十企业中老凤祥市占率达7.9%，排名行业公司第二，仅次于周大福，品牌市占率处于前列，优势突出。

图12：2021 年珠宝品牌各线城市门店总数（家）



资料来源：智图品牌，民生证券研究院

图13：2022 年我国珠宝首饰行业前十企业市占率（%）



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

2.3 品牌：立足“百年金字招牌”，持续提升品牌势能

作为业内“百年金字招牌”，拥有独特品牌文化。老凤祥品牌源自于 1848 年的上海，已经有 175 年历史，是中国珠宝首饰和民族企业品牌的代表，具备独特的品牌文化、精湛的工艺技术和丰富的行业经验。近年来，老凤祥在品牌传承中注重创新和拓展，让消费者感受到了产品的时代气息，使得品牌知名度、美誉度、忠诚度领先同行业。2022 年，老凤祥在多个权威榜单上名列前茅，如蝉联世界品牌大会“中国 500 最具价值品牌”第 18 次、德勤公布的“全球奢侈品企业百强榜”第 12 位、英国品牌金融评选的“2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强”第 28 位，品牌国际影响力稳步提升。

深挖品牌内涵，提升品牌社会影响力。2023 年，公司将以老凤祥 175 周年华诞为契机，深入挖掘“经典”与“时尚”的品牌文化内涵，组织系列推广活动，提升品牌的社会影响力，计划完成“南京西路 190 项目”和“和平饭店项目”旗舰店的更新改造，展示品牌新形象。公司将继续做好新形象代言人的传播宣传，通过不同主题活动吸引年轻、时尚人群，鼓励总经销、加盟商加强市场营销策划，加大移动端、区域性广告的投放；将建立完善品牌培育体系，逐步实现国内到国际品牌的转型，加强知识产权管理，打假维权。

图14：老凤祥新全球形象代言人陈数



资料来源：微信公众号，民生证券研究院

推动机制改革，建设高素质企业人才队伍。公司将继续推进机制落实和渠道拓展，使人才培养常态化和人才集聚制度化，为公司的长远发展打下人才队伍基础。同时，公司将深化“凤翔计划”和“人才强企”战略的落实，重视职业经理人选聘制度。一方面，将继续加强人才梯队设计，完善各类后备干部的“选、育、管、用”机制，通过挂职、轮岗、交叉任职、项目攻关等多种途径，培养专业技术人才；另一方面，将尝试多种渠道引进人才，如内部交流选聘、市场化招聘、应届生校园招聘、成熟人才引进等，以满足重点关键岗位的人力资源需求。

3 未来看点：“三年行动计划”逐步落地，国企改革焕发新活力

提升市场占有率，多措施并行加强市场营销。①**市场占有率方面**，公司将在区域营销策略和资金等方面集中优势资源，根据不同区域市场特点精准施策。公司计划于 2023 年新增银楼专卖店（加盟店）和经销网点（专柜）不少于 350 家，同时提升产品陈列档次，规划零售业务门店装修计划，并布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店，展示全新零售形象。②**市场营销方面**，公司将加强对新时期消费习惯和特征的研究，深化会员商城，试点开展新媒体全网营销，寻找新的增长点和发力点。海外业务方面，依托海南自由贸易港政策优势，积极参与离岛免税市场竞争，并以老凤祥香港公司和海南公司为桥梁打通境内外循环瓶颈，积极研究推进 RCEP（东盟）区域市场拓展，利用国际国内两个市场和两种资源，扩展老凤祥未来发展空间。

图15：老凤祥“藏宝金”主题店



资料来源：上海黄金饰品行业协会，民生证券研究院

落实“三年行动计划”，深入推动实施各项改革任务。2023 年，公司将继续响应“十四五”规划的号召，持续推进实现公司的三年行动计划”。自 2020 年以来面临市场挑战并完成两轮“双百行动”后，公司明确其发展方向和目标，持续优化工艺美术板块的整体运营架构，提升产业竞争力；调整文教用品板块的股权结构，促进集约化发展；加快数字化转型，整合各类业务应用，完善企业数据平台建设，构建统一的信息化系统。公司 2023 年主要经济指标的预算目标如下：①**营业总收入**：实现 665 亿元，比 2022 年实际完成值增长 5.54%；②**利润总额**：实现 32 亿元，比 2022 年实际完成值增长 5.70%；③**归母净利润**：实现 18 亿元，比 2022 年实际完成值增长 5.83%。

4 盈利预测与估值分析

4.1 收入拆分与盈利预测

我们将公司的营业收入按照产品进行拆分,具体可分为珠宝首饰、黄金交易、笔类、商贸、工艺品销售、其他业务、其他主营业务。

核心假设如下:

①**珠宝首饰**:公司的主要营业收入的来源为珠宝首饰产品,根据公司发展战略,将继续突出黄金珠宝首饰为核心的主业,提升公司的整体竞争力,并提出全年力争新增银楼专卖店(加盟店)、经销网点(专柜)不少于350家的门店布局目标,基于此,我们预计公司的直营门店延续历史增速,加盟门店持续扩张,直营单店收入与加盟单店收入恢复稳健增速,预计23-25年珠宝首饰收入分别为600.88亿元、689.92亿元、783.02亿元,分别同比+19.31%、+14.82%与+13.35%,随产品结构优化,毛利率呈现稳步上行趋势,23-25年分别为9.25%、9.30%与9.30%。

②**黄金交易**:预计公司的黄金交易业务保持稳健增速,预计23-25年分别实现营业收入135.32亿元、146.15亿元、154.92亿元,同比+12.0%、+8.0%、+6.0%;毛利率稳定在0.65%左右。

③**笔类**:预计23-25年分别实现营业收入2.29、2.34、2.39亿元,同比+3.0%、+2.5%、+2.0%,毛利率均为32.44%。

④**商贸**:预计23-25年分别实现营业收入1.30、1.50、1.68亿元,分别同比+18.0%、+15.0%、+12.0%,毛利率稳定在2.00%。

⑤**工艺品销售**:预计23-25年分别实现营业收入0.93、0.94、0.95亿元,分别同比+1.0%,毛利率为17.8%、17.9%、18.0%。

⑥**其他业务**:预计23-25年其他业务收入保持1.0%的收入增速,收入分别为1.43、1.44、1.46亿元,毛利率稳定在65.00%。

⑦**其他主营业务**:预计23-25年其他主营业务收入保持1.0%的收入增速,收入分别为0.19、0.19、0.19亿元,毛利率稳定在28.02%。

综上所述,预计23-25年公司实现营业总收入742.34、842.48、943.60亿元,分别同比+17.8%、+13.5%、+12.0%,23-25年,毛利率分别为7.9%、8.0%、8.0%。

表3：公司主营业务拆分与毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	586.91	630.10	742.34	842.48	943.60
YoY	13.47%	7.36%	17.81%	13.49%	12.00%
毛利率	7.77%	7.58%	7.86%	7.96%	8.02%
珠宝首饰	468.60	503.62	600.88	689.92	782.02
YoY	23.06%	7.47%	19.31%	14.82%	13.35%
毛利率	9.02%	9.13%	9.25%	9.30%	9.30%
黄金交易	112.08	120.83	135.32	146.15	154.92
YoY	-13.88%	7.80%	12.00%	8.00%	6.00%
毛利率	0.73%	-0.03%	0.65%	0.65%	0.65%
笔类	2.60	2.22	2.29	2.34	2.39
YoY	6.81%	-14.54%	3.00%	2.50%	2.00%
毛利率	38.37%	32.44%	32.44%	32.44%	32.44%
商贸	0.74	1.10	1.30	1.50	1.68
YoY	-45.86%	49.76%	18.00%	15.00%	12.00%
毛利率	2.23%	0.92%	2.00%	2.00%	2.00%
工艺品销售	0.92	0.92	0.93	0.94	0.95
YoY	9.51%	-0.03%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	21.77%	17.50%	17.80%	17.90%	18.00%
其他业务	1.71	1.42	1.43	1.44	1.46
YoY	24.38%	-17.27%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	70.16%	65.65%	65.00%	65.00%	65.00%
其他主营业务	0.26	0.18	0.19	0.19	0.19
YoY	-0.97%	-30.39%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	37.07%	28.02%	28.02%	28.02%	28.02%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

期间费用率假设：

①**销售费用率**：2020-2022 年，公司销售费用率稳定在 1.3%-1.4%，预计 2023-2025 年公司的销售费用率水平控制良好，均为 1.4%。

②**管理费用率**：公司管理费用率水平控制良好保持在 0.6%-0.8%的区间，预计 2023-2025 年公司的管理费用率为 0.7%、0.7%、0.7%。

③**研发费用率**：2020-2022 年，公司的研发费用率稳定在 0.0-0.1%的水平，预计 2023-2025 年研发费用率仍保持在 0.1%。

④**财务费用率**：预计公司的财务费用率在 0.3-0.6%附近浮动，预计 2023-2025 年财务费用率为 0.3%、0.2%、0.2%。

表4：各项费用率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.3%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用率	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用率	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

归母净利润：营业收入稳健增长，费用率控制良好下，预计 2023-2025 年公司的归母净利润分别为 21.33、24.91、28.37 亿元，分别同比+25.4%、+16.8%、+13.9%。

4.2 估值分析与投资建议

老凤祥的主营业务为黄金珠宝产品，因此我们选取同在黄金珠宝行业的 A 股或港股上市公司作为可比公司，包括潮宏基、曼卡龙、中国黄金、迪阿股份、周大生与周大福。2023 年可比公司 PE 均值为 21 倍，而老凤祥的 2023 年 PE 估值仅为 16 倍，低于可比公司均值。公司在黄金珠宝行业深耕多年，品牌力较为深厚，在渠道与产品端构筑核心竞争力，随着公司“三年行动计划”的提出，从公司战略层面提出收入与利润端及开店指引的成长目标，为公司收入和利润带来新的看点，公司估值仍有一定提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：可比公司 PE 数据对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002345.SZ	潮宏基	7.42	0.22	0.46	0.58	0.71	34	16	13	10
300945.SZ	曼卡龙	13.95	0.27	0.42	0.51	0.61	52	33	27	23
600916.SH	中国黄金	13.07	0.46	0.58	0.71	0.85	28	23	18	15
301177.SZ	*迪阿股份	41.82	1.82	2.18	2.72	3.25	23	19	15	13
002867.SZ	*周大生	16.99	1.00	1.24	1.46	1.68	17	14	12	10
1929.HK	*周大福	15.38	0.67	0.68	0.86	1.03	23	23	18	15
可比公司均值							29	21	17	14
600612.SH	老凤祥	65.30	3.25	4.08	4.76	5.42	20	16	14	12

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：标*公司未覆盖，采用 Wind 一致预期，周大福单位为港元，收盘价为 2023 年 5 月 9 日）

5 风险提示

1) 宏观经济低迷的风险。如果宏观经济环境存在较大不确定性,可能导致消费低迷,影响居民的消费能力与购买力,尤其是对珠宝类产品影响巨大,也将影响到黄金珠宝类公司的收入与业绩。

2) 行业竞争加剧的风险。在各黄金珠宝品牌纷纷加大投入的情况下,市场环境可能出现激烈竞争的情况。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品,可能会影响公司在细分市场的领先地位,从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑,公司的盈利能力可能会受到不利影响。

3) 市场推广不及预期。若公司的终端门店的布局营销与推广的销售情况未达目标,拓店速度不及预期将会拖累公司的收入与利润,将对公司盈利能力造成一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	63010	74234	84248	94360
营业成本	58233	68399	77539	86789
营业税金及附加	216	282	329	368
销售费用	829	1017	1154	1293
管理费用	402	508	590	651
研发费用	31	48	67	75
EBIT	3392	4042	4631	5245
财务费用	204	215	175	170
资产减值损失	-3	-8	-10	-11
投资收益	-66	0	0	0
营业利润	3017	3817	4447	5065
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	3028	3817	4447	5065
所得税	760	966	1125	1282
净利润	2268	2851	3322	3784
归属于母公司净利润	1700	2133	2491	2837
EBITDA	3626	4290	4941	5587

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5577	9171	9527	10865
应收账款及票据	812	210	217	243
预付款项	42	48	54	61
存货	16799	15921	17409	19011
其他流动资产	1517	991	990	991
流动资产合计	24747	26340	28197	31171
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	334	338	337	334
无形资产	56	56	55	54
非流动资产合计	1258	1238	1177	1145
资产合计	26005	27578	29374	32315
短期借款	6893	6893	6893	6893
应付账款及票据	815	660	746	832
其他流动负债	5755	5319	4601	4713
流动负债合计	13463	12872	12240	12439
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	360	360	329	294
非流动负债合计	560	560	529	494
负债合计	14023	13433	12769	12933
股本	523	523	523	523
少数股东权益	1853	2572	3403	4350
股东权益合计	11981	14146	16606	19382
负债和股东权益合计	26005	27578	29374	32315

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.36	17.81	13.49	12.00
EBIT 增长率	6.04	19.16	14.59	13.24
净利润增长率	-9.38	25.42	16.80	13.89
盈利能力 (%)				
毛利率	7.58	7.86	7.96	8.02
净利润率	2.70	2.87	2.96	3.01
总资产收益率 ROA	6.54	7.73	8.48	8.78
净资产收益率 ROE	16.79	18.43	18.87	18.87
偿债能力				
流动比率	1.84	2.05	2.30	2.51
速动比率	0.49	0.75	0.82	0.91
现金比率	0.41	0.71	0.78	0.87
资产负债率 (%)	53.93	48.71	43.47	40.02
经营效率				
应收账款周转天数	2.56	1.10	1.00	1.00
存货周转天数	105.30	85.00	82.00	80.00
总资产周转率	2.61	2.77	2.96	3.06
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	4.08	4.76	5.42
每股净资产	19.36	22.12	25.24	28.74
每股经营现金流	1.84	10.06	5.00	5.66
每股股利	1.46	1.65	1.92	2.19
估值分析				
PE	20	16	14	12
PB	3.4	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	11.07	8.41	7.05	5.99
股息收益率 (%)	2.24	2.52	2.95	3.36

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2268	2851	3322	3784
折旧和摊销	234	249	309	342
营运资金变动	-2027	1858	-1316	-1463
经营活动现金流	964	5263	2614	2962
资本开支	-74	-76	-88	-117
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	-53	-76	-88	-117
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-784	-470	-842	0
筹资活动现金流	-2359	-1593	-2171	-1507
现金净流量	-1469	3594	355	1338

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司黄金珠宝产品矩阵一览	4
图 3: 公司股权结构 (截至 2023Q1)	4
图 4: 2018-2022 年营业收入 (亿元) 及增速	5
图 5: 2018-2022 年归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 6: 销售费用率低于可比公司均值	7
图 7: 销售毛利率低于可比公司均值	7
图 8: 老凤祥金银细工制作技艺	8
图 9: 2018-2022 年公司研发费用 (百万元)	9
图 10: 2018-2022 年公司珠宝首饰销售额 (亿元)	9
图 11: 2018-2022 年公司营销网点数 (家)	10
图 12: 2021 年珠宝品牌各线城市门店总数 (家)	10
图 13: 2022 年我国珠宝首饰行业前十企业市占率 (%)	10
图 14: 老凤祥新全球形象代言人陈数	11
图 15: 老凤祥“藏宝金”主题店	12

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 营业收入按主要产品和地区分类 (亿元)	6
表 2: 2019-2022 年公司销售毛利率、销售净利率及期间费用率情况	6
表 3: 公司主营业务拆分与毛利率预测	14
表 4: 各项费用率预测	14
表 5: 可比公司 PE 数据对比	15
公司财务报表数据预测汇总	17

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026