

老凤祥 (600612)

百年黄金招牌价值凸显，国企改革下注入新动力

买入 (首次)

2023年06月06日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

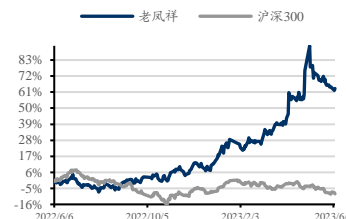
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	63,010	74,691	84,817	94,507
同比	7%	19%	14%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	1,700	2,189	2,577	2,950
同比	-9%	29%	18%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.25	4.19	4.93	5.64
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.27	14.96	12.71	11.10

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **中国珠宝首饰和民族企业品牌的“百年金字招牌”，2023年Q1实现国企开门红。**老凤祥品牌创立于1848年，品牌历史悠久，消费者积淀较深，主要三大业务包括黄金珠宝首饰、工艺美术品和笔类文具用品产业。2022年公司营收/归母净利润630/17亿元，yoy+7.4%/-9.4%。2023年Q1收入245.6亿元，同比+33%，实现归母净利润7.2亿元，同比+76%。得益于春节销售火热，订货会表现亮眼，国企实现开门红。
- **工艺进步使得黄金产品时尚性凸显，叠加保值需求下，黄金饰品维持终端高景气度。**2022年下半年以来，金价开始启动新一轮的上涨，有效拉动黄金消费在2023年春节集中释放，头部黄金珠宝公司2023年一季报表现亮眼。近年来随着黄金产品工艺的改善，黄金饰品的在设计层面能够发挥的空间越来越来，每一代黄金饰品的时尚度都在提升，得到更多年轻消费者的喜爱，此外，国潮崛起大背景下，品牌商对于黄金产品和中国传统文化的融合理解越来越深刻，对于设计元素的应用也越来越成熟，使得黄金产品迸发出新的活力。
- **老凤祥历史悠久，品牌价值处于同行业的领先地位。**自创立之初，老凤祥品牌距今已有175年的历史。2022年，“老凤祥”品牌第18次蝉联世界品牌大会“中国500最具价值品牌”，位居第180位，品牌价值达454亿元。2022年老凤祥入选由德勤“全球奢侈品企业百强榜”第12位，多年品牌历史沉淀了丰富的品牌内涵，消费者认同度高。
- **渠道规模行业第二，优势明显。**截至2022年末，老凤祥拥有网点5609家，全年净增664家。其中自营银楼、网点194家；连锁加盟店5415家，净增656家，规模上仅次于港资品牌周大福，排名行业第二，公司已经建立起了扎实的渠道网络，有丰富的加盟商资源。随着线下消费场景的恢复，公司基于庞大的经销体系有望实现业绩的快速反弹。
- **“双百行动”，国企改革下有望逐步释放经营活力：**“双百行动”下公司加速股权改革，引入战略投资者，实现销售规模增长，在内部治理不断推进优化的过程中，公司经营潜力也有望得到逐步释放。
- **盈利预测与投资评级：**老凤祥是我国黄金珠宝的老品牌，历史底蕴深厚，品牌力强，规模和渠道优势明显，同时也是老牌国企，国企改革推进中，未来经营动力和经营效率都有望进一步释放，我们预计公司2023-2025年将实现归母净利润21.9亿元/25.8亿元/29.5亿元，对应2023-2025年PE为15/13/11倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**消费市场复苏速度不及预期，金价波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.62
一年最低/最高价	35.59/74.57
市净率(倍)	3.02
流通 A 股市值(百万元)	19,857.41
总市值(百万元)	32,757.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.73
资产负债率(% ,LF)	54.32
总股本(百万股)	523.12
流通 A 股(百万股)	317.11

相关研究

《老凤祥(600612): Q3 增长环比进一步加速，金价维持高位带动业绩弹性尽显》

2019-10-27

《老凤祥(600612): 金价上涨背景下 Q2 业绩弹性尽显》

2019-08-28

内容目录

1. 珠宝首饰龙头品牌，百年国企阔步向前	5
1.1. 发展历程：百年风雨兼程，内地黄金珠宝企业领头羊的璀璨历变	5
1.2. 国有资本控股，股权改革焕发企业新活力	6
1.2.1. 国有控股企业，深化股权改革，赋能公司战略发展	6
1.2.2. 现代化，市场化管理，逐步释放经营潜力	8
1.3. 业绩稳步发展，2023年Q1业绩恢复超预期	9
2. 行业概况：黄金消费景气度高，老牌黄金饰品头部公司有望持续享受行业增长红利	11
2.1. 黄金产品消费需求旺盛，疫后复苏强劲	11
2.2. 下沉渠道+国潮兴起驱动行业	14
2.3. 黄金珠宝行业品牌集中度仍有提升空间	14
3. 老凤祥：于传承中创新，品牌底蕴深厚，渠道优势突出	16
3.1. 品牌力：历史文化底蕴丰厚，品牌认知度与美誉度高	16
3.2. 产品：多品类产品满足不同市场需求，自产供应链不断完善	18
3.3. 渠道：公司在内资品牌中渠道数量最多，渠道优势突出	19
4. 公司股价与金价关联度高，建立风险对冲应对机制	22
5. 财务：高周转效率取胜，ROE行业领先	23
5.1. 公司毛利率和净利率基本维持稳定	23
5.2. 轻资产模式，资产周转率高，ROE行业领先	24
6. 盈利预测和投资评级	26
6.1. 盈利预测	26
6.2. 投资评级	26
7. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 1993-2022 年老凤祥营业收入及增速	6
图 3: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月末)	7
图 4: “双百行动”股权结构调整示意图	8
图 5: 2013-2023Q1 公司营业收入及增速	10
图 6: 2013-2023Q1 公司归母净利润及增速	10
图 7: 2013-2022 年各业务营业收入占比	10
图 8: 2012-2022 年主要子公司上海老凤祥有限公司营业收入及增速	11
图 9: 2012-2022 年主要子公司上海老凤祥有限公司利润总额及增速	11
图 10: 2007-2022 年我国黄金珠宝市场规模及增速	12
图 11: 2015-2022 年限额以上黄金珠宝类零售额.....	12
图 12: 2022 年中国黄金珠宝市场份额占比情况.....	12
图 13: 2007-2022 年我国黄金消费量及增速	13
图 14: 2013-2022 年我国黄金首饰消费量及增速	13
图 15: 2011-2022 年我国黄金消费结构 (消费量口径)	13
图 16: 城市宽裕小康和大众富裕家庭比例.....	14
图 17: 2021 年黄金产品库存中各金饰比重.....	14
图 18: 2017-2022 年中国内地、中国香港、日本珠宝市场 CR5 情况	15
图 19: 2017-2022 年中国主要黄金珠宝品牌市占率情况	15
图 20: 老凤祥品牌价值.....	17
图 21: “凤文化”产品——凤祥喜事.....	17
图 22: 金银细工制作技艺.....	17
图 23: 老凤祥品牌代言人——陈数.....	18
图 24: 大观无相艺术展.....	18
图 25: 藏宝金系列产品.....	18
图 26: 迪士尼系列联名产品.....	18
图 27: 2012-2022 年加盟店与直营店数量及加盟店占比 (不含海外地区)	20
图 28: 2012-2022 年加盟店与直营店净增数量 (不含海外地区)	20
图 29: 老凤祥与同业公司门店数量对比 (截至 2022 年末)	20
图 30: 2018-2022 年珠宝首饰批发/零售营收及增速	21
图 31: 2018-2022 年珠宝首饰批发零售营收占比	21
图 32: 老凤祥“五位一体”渠道结构	21
图 33: 老凤祥“藏宝金”主题店内部图	22
图 34: 老凤祥“藏宝金”主题店内陈列产品——凤冠.....	22
图 35: 2006-2023 年老凤祥股价与金价表现 (截至 2023 年 4 月 28 日)	22
图 36: 2015-2022 年老凤祥黄金库存量及库存占销售量比例	23
图 37: 2020-2022 年老凤祥、潮宏基、周大生存货情况	23
图 38: 2013-2022 年黄金交易业务收入及毛利率情况	23
图 39: 2018-2022 年老凤祥与同业公司毛利率对比	24
图 40: 老凤祥与可比公司销售净利率.....	24
图 41: 2018-2022 年老凤祥与同业公司销售费用率对比	24
图 42: 2018-2022 年老凤祥与同业公司管理费用率对比	24
图 43: 2018-2022 年老凤祥与同业公司存货周转天数对比 (天)	25

图 44: 2018-2022 年老凤祥与同业公司总资产周转率对比 (次数)	25
图 45: 2018-2022 年老凤祥与同业公司权益乘数对比	25
图 46: 2018-2022 年老凤祥与同业公司 ROE 对比.....	25
表 1: 公司核心管理层简介.....	8
表 2: 金品类呈现多样化, 工艺持续改善.....	13
表 3: 主要品牌核心指标对比.....	16
表 4: 公司 2023-2025 年收入预测拆分 (亿元)	26
表 5: 行业可比公司估值水平.....	26

1. 珠宝首饰龙头品牌，百年国企阔步向前

中国珠宝首饰和民族企业品牌的“百年金字招牌”。老凤祥品牌创立于 1848 年，品牌历史悠久，消费者积淀较深，主要经营三大业务：黄金珠宝首饰产业、工艺美术品产业、笔类文具用品产业。目前公司已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、白银、翡翠、珍珠等多品类首饰，以及 K 金眼镜、钟表、工艺旅游纪念品等多元化产品线。2022 年公司实现营业收入/归母净利润 630.1/17.0 亿元，yoy+7.36%/-9.38%。截至 2022 年末，公司黄金珠宝核心板块拥有海内外营销网点 5609 家（其中海外银楼 15 家），全年净增 664 家。

1.1. 发展历程：百年风雨兼程，内地黄金珠宝企业领头羊的璀璨历变

纵观老凤祥百余年的发展历史，大致可以分为以下四个阶段：

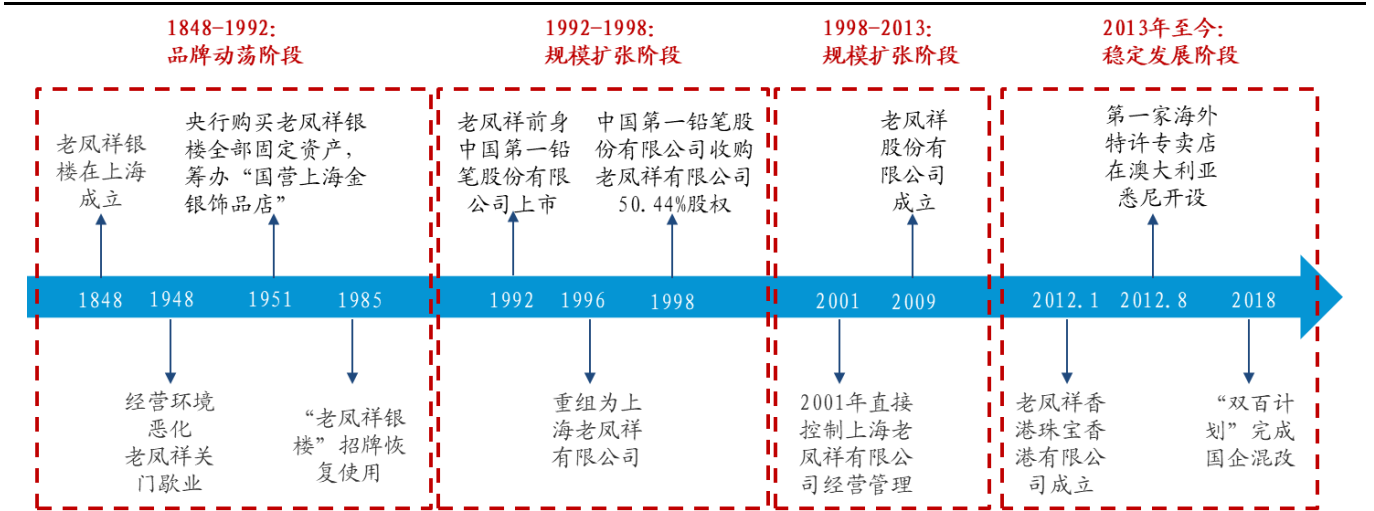
品牌动荡阶段（1848-1992）：1848 年，老凤祥银楼在上海成立。至上世纪 30 年代已名列九大银楼之一。1951 年，中国人民银行购买老凤祥银楼全部固定资产，并于次年开办“国营上海金银饰品店”，吸引众多顶级工匠精英加盟。1985 年“老凤祥银楼”招牌恢复使用。

上市增资阶段（1992-1998）：1992 年，品牌前身中国第一铅笔股份有限公司上市。1998 年，中国第一铅笔股份有限公司收购老凤祥有限公司 50.44% 股权，老凤祥品牌成功实现上市。

规模扩张阶段（1998-2013）：1998 年以来，老凤祥品牌经营发展稳健。2009 年，老凤祥股份有限公司成立，公司业务涵盖黄金珠宝首饰、黄金交易、笔类文具、商贸等产业，营收规模迅速扩张，2013 年，公司营收超 300 亿元，黄金珠宝龙头地位凸显。

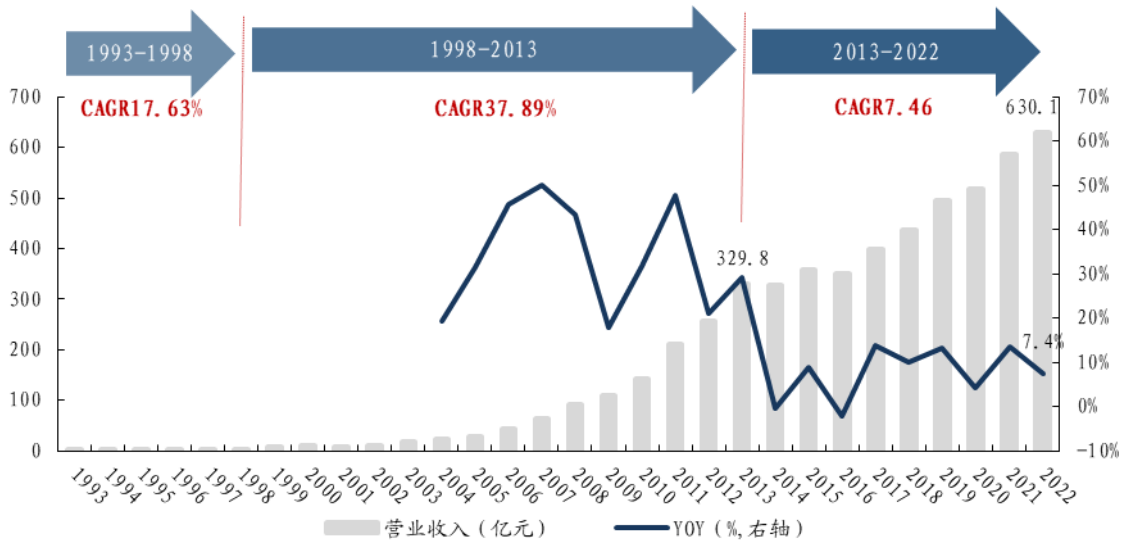
稳定发展阶段（2013 年至今）：老凤祥营业收入稳步发展，2013-2022 年 CAGR 为 7.46%。渠道开始下沉，国内门店数也从增长到从 2013 年的 2624 家增长到 2022 年末的 5609 家，同时老凤祥开始海外布局，2012 年 1 月，老凤祥珠宝香港有限公司正式成立运营，同年 8 月，第一家海外特许专卖店在澳大利亚悉尼开设。为激发品牌内生动力，2018 年老凤祥进行员工持股的改革，通过“双百计划”完成子公司老凤祥有限公司的非国有股股权转让，引入战略投资者，完成国企混改。

图1: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图2: 1993-2022年老凤祥营业收入及增速



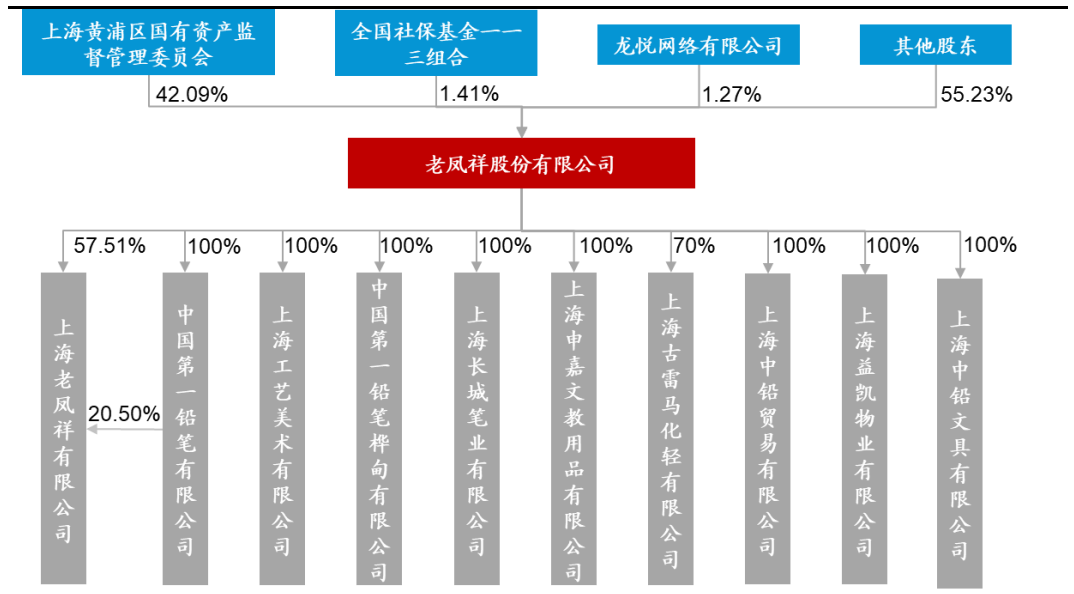
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 国有资本控股，股权改革焕发企业新活力

1.2.1. 国有控股企业，深化股权改革，赋能公司战略发展

老凤祥是上海市国资委旗下的优质消费品牌品牌资产，其大股东为上海市黄浦区国资委，2023年3月末持股比例达42.09%。其中主要贡献收入利润的子公司为上海老凤祥有限公司控股比例。

图3: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月末)

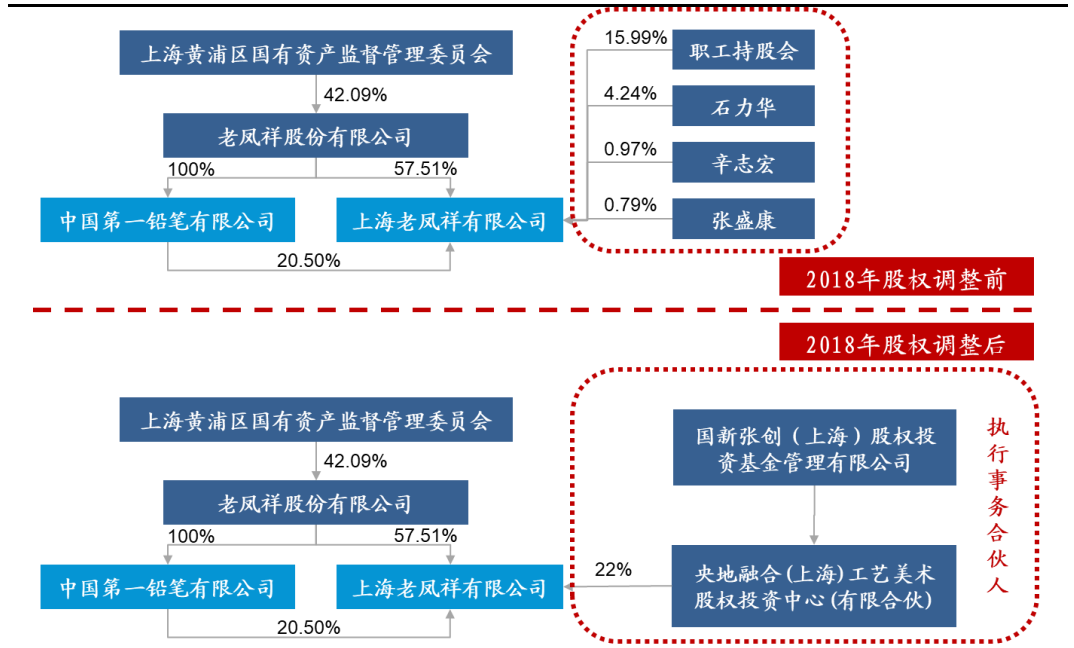


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

职工持股, 增强经营技术骨干积极性与主观能动性。1998 年, 老凤祥核心子公司上海老凤祥有限公司设立职工持股会, 职工以现金和历年工资结余形式出资入股, 后又推出了经营者和技术骨干持股。截至 2018 年 9 月股权改革前, 职工持股会和自然人合计持有老凤祥有限公司 21.99% 的股权。其中, 职工持股会持有 15.99%, 自然人持有 6%。

打破僵局, “双百行动” 助力股权改革。2018 年, 中央部署“双百行动”, 老凤祥与央企国新控股进行战略合作, 由国新张创发起设立“央地融合(上海)工艺美术基金”, 收购原职工持股会和自然人持有的老凤祥有限 21.99% 股权, 合计转让总价 27.045 亿元。原 38 名经营技术骨干持股人共同出资 4.74 亿元认购该基金, 间接持有老凤祥有限 3.47% 股权。该改革解决了股权历史遗留问题, 并充分发挥经营技术骨干的核心作用, 同时在战略层面上引入了战略投资者, 完成了国企混改。

图4: “双百行动” 股权结构调整示意图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2.2. 现代化, 市场化管理, 逐步释放经营潜力

引入职业经理人制度, 建设现代化管理模式。老凤祥持续改善市场化经营机制, 2019年在下属3家独立子公司开始试点推行职业经理人制度, 目前已分2批对下属27家子公司及2家经营实体开展试点工作, 公司大部分高管曾长期在系统内任职, 经营管理经验丰富。

表1: 公司核心管理层简介

姓名	职位	年龄	任职起始日期	简介
杨奕	董事长	50	2020年6月	法律硕士。曾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。2016年6月27日起至今任公司党委书记、董事、副董事长。现兼任老凤祥有限副董事长。
黄骅	副董事长 总经理	53	2020年6月	大学本科, 会计师, 高级经济师。2007年起先后担任公司副总经理、财务总监、总经理, 兼任控股子公司上海老凤祥有限公司董事、总经理。
朱黎庭	董事	61	2020年6月	本科学历, 北京国枫(上海)律师事务所管理合伙人、主任。2021年12月至今担任东杰智能科技集团股份有限公司独立董事。2022年6月至今担任上海韦尔半导体股份有限公司独立董事。
沈顺辉	董事	58	2020年6月	硕士学历, 高级经济师。2010年起至今担任弘毅股权投资管理(上海)有限公司董事、常务副总经理, 2015年至2021年担任上海益民商业集团股份有限公司董事。
李军	董事 副总经理	53	2020年6月	本科学历, 高级经济师。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。现兼任老凤祥有限副总经理; 工美有限董事、副总经理兼进出口部经理; 孙公司老凤祥珠宝(香港)有限公司副

				总经理，上海老凤祥钻石加工中心有限公司董事长。
王永忠	副总经理	51	2020年6月	硕士学历，高级经济师。兼任全资子公司上海工艺美术有限公司总经理。
史亮	副总经理	61	2020年6月	本科学历，工程师。曾任公司第八届、第九届监事会副监事长，纪委书记，兼任老凤祥有限监事长、工美有限副董事长。2020年6月16日起至今任公司副总经理。
辛志宏	市场总监	68	2020年6月	本科学历。曾任公司副总经理。2014年6月16日起至今任公司市场总监。现兼任老凤祥有限董事、常务副总经理。
李刚昶	人力资源总监	64	2020年6月	本科学历，高级政工师。2018年8月起至今任公司人力资源总监，现兼任全资子公司上海工艺美术有限公司董事长。
张心一	总工程师	64	2020年6月	工艺美术大师，国家级非遗项目传承人。2015年4月24日起至今任公司总工艺师。现分别兼任公司技术创新管理中心主任；老凤祥有限副总经理、总工艺师；工美有限董事、副总经理。
凌晓静	财务总监	42	2020年6月	本科学历，注册会计师、国际注册内部审计师、国际财务管理师。曾担任众华会计师事务所(特殊普通合伙)权益合伙人。2020年6月16日起至今任公司财务总监。
邱建敏	董事会秘书	49	2020年6月	硕士学历，高级经济师。曾先后在上海豫园旅游商城股份有限公司和上海格尔软件股份有限公司工作。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

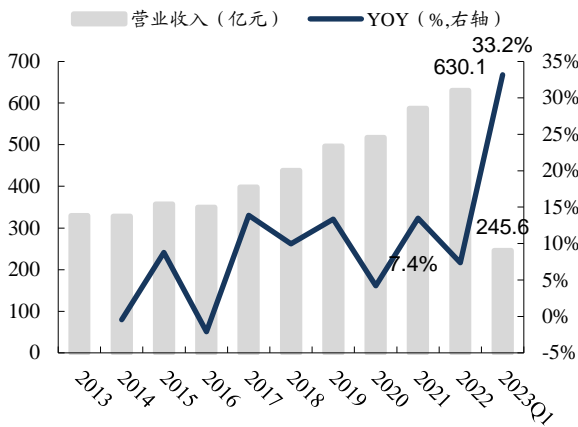
1.3. 业绩稳步发展，2023年Q1业绩恢复超预期

2017年以来加快渠道下沉，业绩稳定增长。2014-2016年，由于国际政治、经济、金融市场不稳定，金价低位震荡运行，终端消费动力不足，行业整体处于调整期，公司增速放缓。2017年以来，公司加快了加盟渠道拓展和下沉渗透，公司业绩每年实现稳定增长，2017-2022年营收CAGR为9.62%。

疫情冲击下2022年业绩仍保持较强韧性。2022年上半年疫情反复，珠宝首饰消费市场受到冲击。面对不利市场环境，老凤祥凭借着较强的品牌力和渠道力，以及黄金产品市场需求的增长，2022年业绩仍表现出较强的韧性，实现营业收入630.10亿元，同比+7.36%；实现归母净利润17.00亿元，同比-9.38%；扣非归母净利润17.27亿元，同比+8.66%。

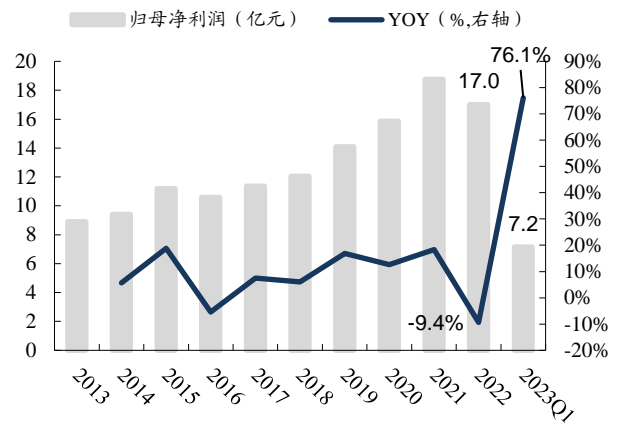
2023年一季度得益于春节销售火热，订货会表现亮眼，公司收入利润实现大幅增长，国企实现开门红。2023年Q1收入245.6亿元，同比+33%，实现归母净利润7.2亿元，同比+76%。

图5: 2013-2023Q1 公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

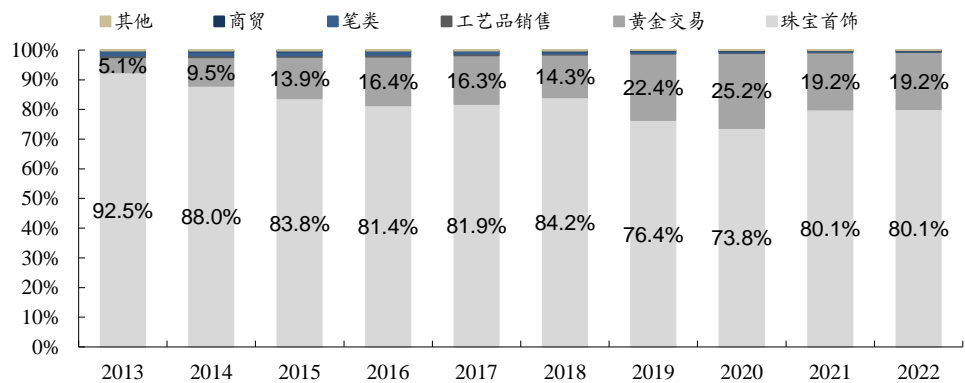
图6: 2013-2023Q1 公司归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

珠宝首饰业务是公司最主要收入来源。2022年, 公司珠宝首饰业务实现营业收入503.62亿元, 同比+7.47%, 黄金交易业务实现营业收入120.83亿元, 同比+7.80%。老凤祥的黄金交易业务主要包括黄金/铂金现货全额交易、黄金延期交收交易(“T+D”延期交易)、黄金租赁交易和黄金远期交易等方式。

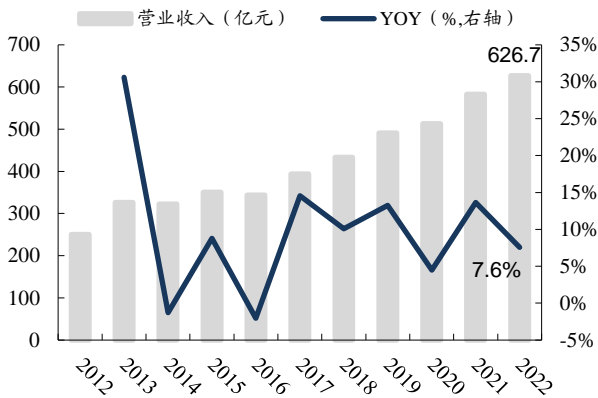
图7: 2013-2022 年各业务营业收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

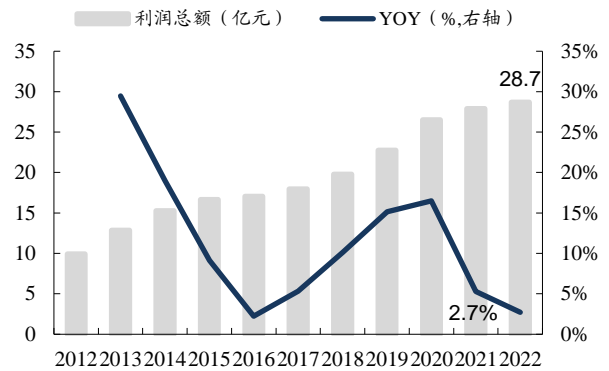
子公司中, 企业营业收入主要来自下属上海老凤祥有限公司。2022年, 上海老凤祥有限公司实现营业收入/利润总额626.65/28.68亿元, 同比+7.58%/+2.73%, 占公司营业总收入的99.68%, 是公司整体及珠宝首饰业务最主要的收入来源。上海工艺美术学院与中国第一铅笔有限公司分别为工艺美术品和笔类文具用品业务主要收入贡献子公司, 2022年各自实现营业收入31.92/2.02亿元, 同比+38.08%/-20.08%。

图8：2012-2022 年主要子公司上海老凤祥有限公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2012-2022 年主要子公司上海老凤祥有限公司利润总额及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

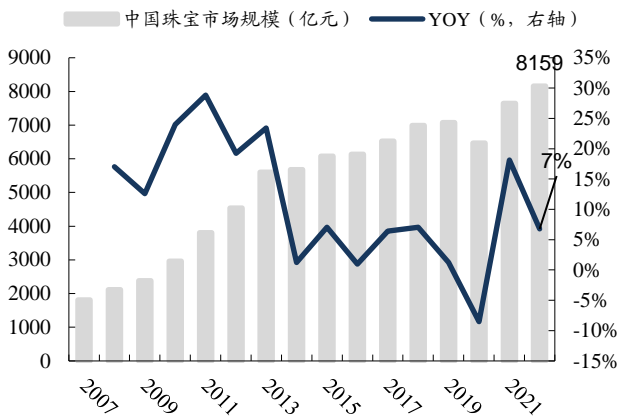
2. 行业概况：黄金消费景气度高，老牌黄金饰品头部公司有望持续享受行业增长红利

2.1. 黄金产品消费需求旺盛，疫后复苏强劲

黄金消费需求景气度高，抗周期性较强，2022 年国内珠宝行业规模为 8159 亿元，同比增长 7%。珠宝行业的景气度与宏观经济，消费水平息息相关。2013 年以前，我国珠宝市场处于高速成长期，市场规模平均年增速在 20% 以上，2014 年及之后，由于 2013 年金价高位回调大幅透支了消费，且后续金价持续在低位震荡，我们珠宝行业市场开始换挡进入相对平稳的发展周期，2019 年以来金价开始新一轮上涨，同时叠加黄金产品的工艺创新，黄金需求重新回到高景气周期，2022 年虽然有疫情反复，但市场规模仍实现正增长，2022 年珠宝市场规模为 8159 亿元，同比增长 7%。

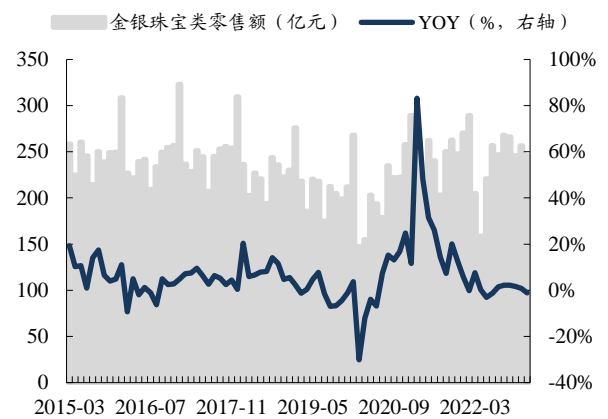
2023 年春节期间黄金消费同比+18.2%。得益于金价稳步上涨，疫后线下消费场景恢复，消费需求得到回补，且 2023 年返乡人群增长明显，拉动了春节元宵等节日带动送礼需求，根据中国黄金协会数据，2023 年春节黄金珠宝消费表现出较高的景气度。春节期间黄金消费同比+18.2%。

图10: 2007-2022年我国黄金珠宝市场规模及增速



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

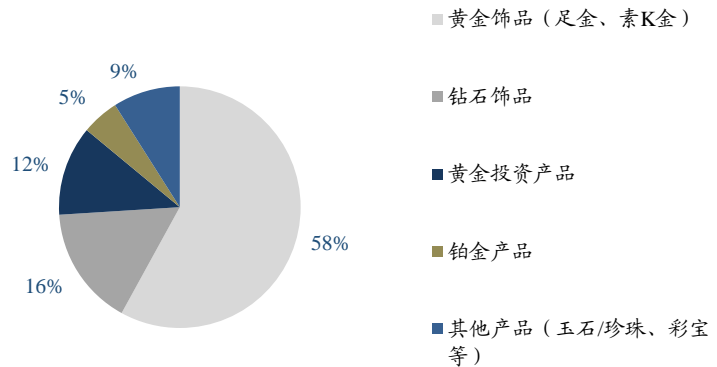
图11: 2015-2022年限额以上黄金珠宝类零售额



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

黄金是我国珠宝市场的主要消费品。我国黄金珠宝行业目前主要可以分为黄金、钻石两大类饰品以及铂金、K金和翡翠等其他饰品。2022年黄金在国内珠宝首饰市场占比达58%，是我国珠宝市场的主要消费品。在婚庆风俗及传统的投资保值观念影响下，黄金消费依旧占据重要的地位。

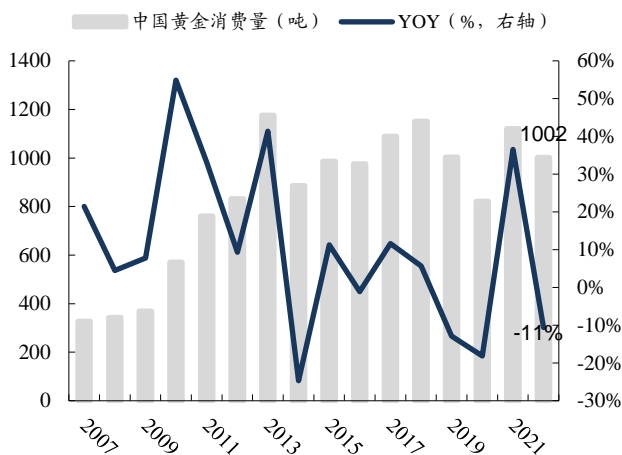
图12: 2022年中国黄金珠宝市场份额占比情况



数据来源: 2022年中国金饰市场趋势洞察, 东吴证券研究所

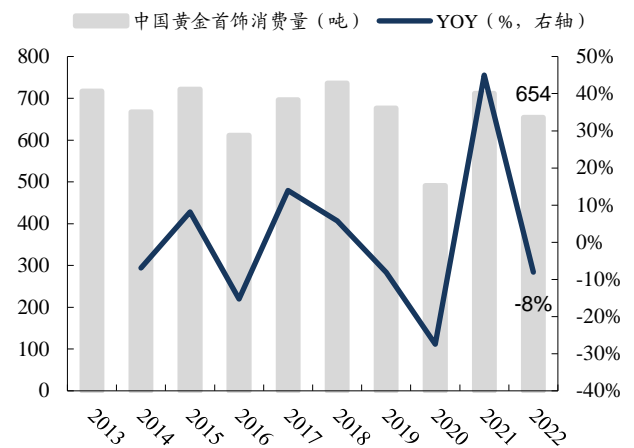
黄金首饰为黄金大品类中的主要消费品类，消费量占比稳定在60%以上。黄金首饰兼具保值与配饰两种属性，受到消费者的青睐。2013年之后黄金首饰消费占我国黄金消费量的60%及以上，2022年占比为65%。

图13: 2007-2022年我国黄金消费需求及增速



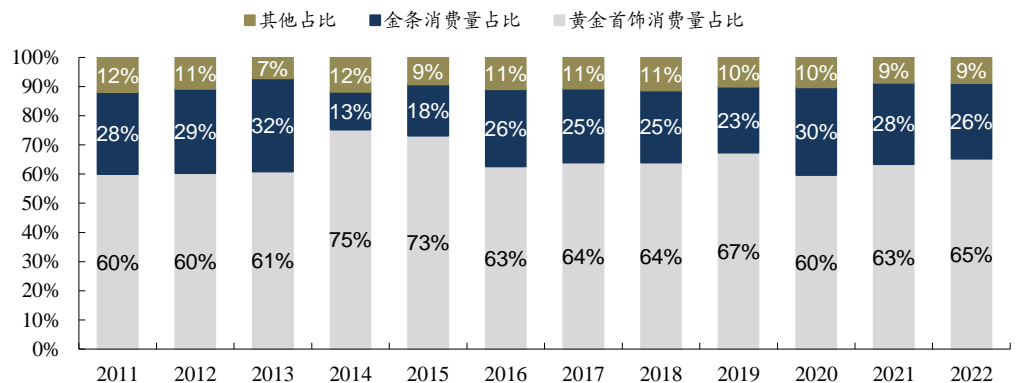
数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

图14: 2013-2022年我国黄金首饰消费量及增速



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

图15: 2011-2022年我国黄金消费结构 (消费量口径)



数据来源: 中国黄金协会, 东吴证券研究所

消费者目前更关注饰品本身的工艺、特性、文化, 更加多元化的需求带动珠宝品牌持续更新黄金工艺、加大技术研发创新。硬金、古法金等多种黄金品类问世。传统足金较软, 无法进行复杂的设计。“3D 硬足金”打破传统工艺制造, 主要以电铸模式生产而成, 硬度是普通足金的4倍。“5G 黄金”经溶金、加工、高温熔炼催化后, 黄金分子结构更加紧密, 因此硬度更高、韧性更强。“古法金”借助浇铸、锻打、雕刻、打磨等加工手法后进行手工精雕细琢, 磨砂工艺是其代表特征。由于工艺非常厚实, 古法金要比普通金克重更大, 所以价格比 3D 硬金和普通黄金高。因此, 从普通足金, 到 3D 硬金、5G 黄金、古法金是黄金工艺的不断进化。

表2: 金品类呈现多样化, 工艺持续改善

	传统足金	3D 硬金	5G 黄金	古法黄金
示意图				

工艺	基础工艺	电铸法硬化工艺	溶金时加入硬金粉，再经高温熔炼催化	纯手工黄金锻造工艺
品质	硬度较低，易磨损，不易保持花纹	高硬度（为普通足金4倍），耐磨，易断	高硬度，高强度，高韧性，高延展性	黄金用料密实，不易出现划痕
造型	造型传统、单一	造型丰富，艺术性强	造型多样化及个性化	哑光质感，多与传统元素结合
价格	以克计价	以件计价，较强溢价能力	以件计价，较强溢价能力	以克计价，工艺设计费用高
适宜人群	以保值为目的	以造型时尚，多变，饰品化为目的	贴合年轻市场需求	以外观优雅及厚重感强为目的

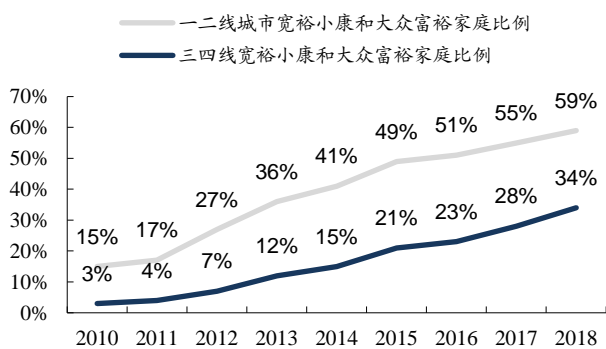
数据来源：中宝协，东吴证券研究所

2.2. 下沉渠道+国潮兴起驱动行业

中低线城市释放红利，消费新生力量崛起。麦肯锡《2020年消费者调查报告》显示，以二线及以下城市年轻女性为代表的消费新生代成为了增长新引擎。他们生活压力较小，不担心生活成本或未来储蓄问题，具有较强的购买意愿；同时拥有更多空闲时间外出就餐、追逐最新潮流趋势、购买高档产品，提高生活品质和社会地位。因此，对于珠宝企业而言，渠道下沉更加能够享受中低线城市带来的红利。

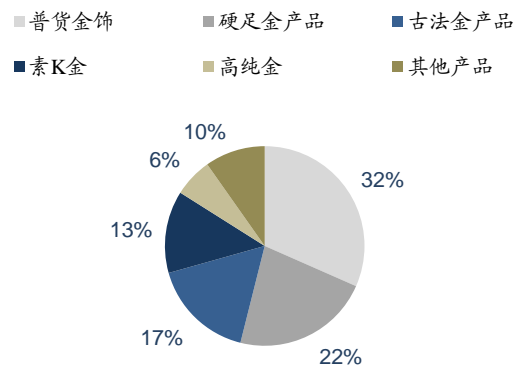
国潮兴起，消费者更愿意为带有中华文化元素的品牌及产品买单。《2021中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示，金店消费者有75.59%的年龄在25到35岁。随着国潮的兴起，对传统文化的认同在不断提升，消费观念在改变，工艺进步后的黄金产品兼具传统文化的底蕴和现代饰品的时尚，也迎来了一波发展潮流。

图16：城市宽裕小康和大众富裕家庭比例



数据来源：麦肯锡，东吴证券研究所；注：宽裕小康和大众富裕家庭指年可支配收入达到14-30万元人民币的家庭

图17：2021年黄金产品库存中各金饰比重



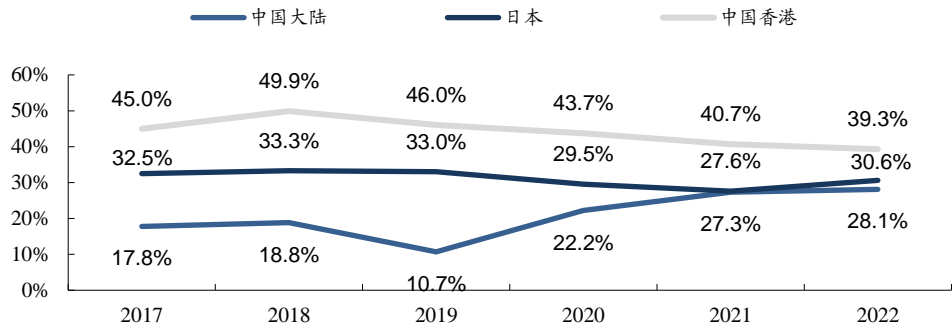
数据来源：中国黄金报社，东吴证券研究所

2.3. 黄金珠宝行业品牌集中度仍有提升空间

珠宝行业集中度有一定提升空间，头部品牌优势明显。2022年中国内地珠宝市场

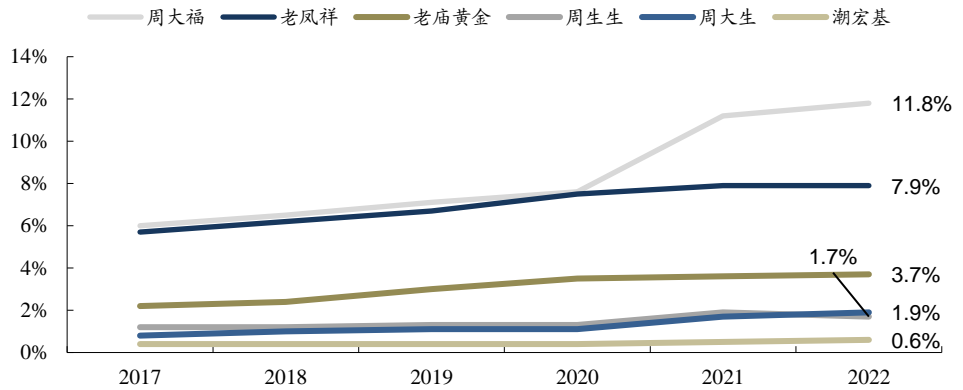
CR5 由 2017 年的 17.8% 提升至 2022 年的 28.1%，CR10 由 2017 年的 21.1% 提升至 2022 年的 34.3%，整体出现集中趋势。但是与中国香港地区、日本等市场相比，我国仍有一定的提升空间。中小品牌由于规模小、资金不足，抗风险能力较弱，疫情反复、一口价制度等因素加速尾部出清。而周大福、周大生、中国黄金等头部品牌由于资金充裕，下沉市场加盟商势力较强，反而逆势扩大规模，未来市场将逐渐向头部品牌集中。

图18: 2017-2022 年中国内地、中国香港、日本珠宝市场 CR5 情况



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图19: 2017-2022 年中国主要黄金珠宝品牌市占率情况



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

老凤祥的黄金饰品规模领先，门店数处于行业较高水平。对比行业内各品牌，老凤祥作为黄金珠宝行业老牌传统品牌，黄金产品规模领先，渠道布局较广，门店数处于行业较高水平。黄金珠宝品牌的形成本身需要较长时间，是一个运营比较重的行业，较为考验行业渠道壁垒，资金周转效率等，是有一定行业壁垒的，有增长的稳定性和持续性

表3: 主要品牌核心指标对比

品牌名称	2022 年收入 (亿元)	2022 年归 母净利润 (亿元)	大陆门 店数 (家)	加盟店 占比	主要品类	品牌特色
老凤祥	630.10	17.00	5594	97%	全品类	老牌传统黄金饰品品牌
中国黄金	471.24	7.65	3641	98%	全品类	主打黄金产品, 具有投资金条及黄金回购等业务, 黄金产品规模领先
周大福	871.31	59.11	7016	76%	全品类	珠宝行业龙头, 黄金产品实力强劲, 引领古法金潮流
周大生	111.18	10.91	4616	95%	全品类	钻石镶嵌产品为核心, 率先推出“情景风格珠宝”的产品定位
周生生	181.03	3.98	766	0%	全品类	注重产品设计, 定位高端人群
六福珠宝 (六福集团)	103.37	12.26	2999	97%	全品类	定位大众市场, 全品类均衡发展
潮宏基	44.17	1.99	1158	72%	全品类	走自主原创道路发展的民族品牌, 融合东方文化和国际时尚
迪阿股份	36.82	7.29	686	0%	镶嵌	专注求婚钻戒

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所; 注: (1) 周大福、周生生、六福集团数据为 FY2022 收入及归母净利润, 均按 2022 年 5 月 3 日港币兑人民币平均汇率 (1 港币=0.88 人民币) 折算; (2) 门店数量均为截至 2022 年末数据; (3) 周生生门店数量统计范围包括周生生与生生·活字。

3. 老凤祥: 于传承中创新, 品牌底蕴深厚, 渠道优势突出

3.1. 品牌力: 历史文化底蕴丰厚, 品牌认知度与美誉度高

老凤祥历史悠久, 品牌价值处于同行业的领先地位。自创立之初, 老凤祥品牌距今已有 175 年的历史。2022 年, “老凤祥” 品牌第 18 次蝉联世界品牌大会“中国 500 最具价值品牌”, 位居第 180 位, 品牌价值达 454 亿元。2022 年, 老凤祥再度入选由德勤发布的“全球奢侈品企业百强榜”, 较去年上升 3 名, 荣列第 12 位, 是排名上升最快的企业之一。在“2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强” 排行榜中, 老凤祥位列 28 位, 成为大中华地区珠宝首饰行业唯一入选的中国品牌, 彰显了强大的品牌力量。

图20: 老凤祥品牌价值



数据来源: 德勤, 世界品牌实验室, Brand Finance, 东吴证券研究所; 注: 所有榜单数据均取自 2022 年榜单。

品牌内涵中文化元素丰富。老凤祥在产品中有四种文化, 金银文化、大师文化、凤文化、海派文化。(1) **金银文化:** 老凤祥作为典型本土品牌, 深深植根于中国传统金银文化, 产品结构中 80%以上是黄金产品;(2) **大师文化:** 品牌从部分大师的藏品级或作品级设计中提炼元素, 转化生成适合日常消费的产品;(3) **凤文化:** 老凤祥创新性地将现代审美中国龙凤文化相结合, 提出自身独特的凤文化, 发布如“凤祥喜事”“凤舞九天”等系列产品;(4) **海派文化:** 老凤祥是上海地区现存历史最悠久的金银制作技艺流派——金银珐工的传承者, 承载着上海的海派文化。

图21: “凤文化”产品——凤祥喜事



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图22: 金银细工制作技艺



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

营销形成品牌认知, 全方位服务提升美誉度。老凤祥邀请演员赵雅芝和陈数作为品牌代言人, 并通过冠名京沪高铁、举办大观无相艺术展等活动让大众近距离接触公

司产品，以此来提升消费者对老凤祥品牌的认知。

图23: 老凤祥品牌代言人——陈数



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图24: 大观无相艺术展



数据来源: 文汇报, 东吴证券研究所

3.2. 产品: 多品类产品满足不同市场需求, 自产供应链不断完善

产品矩阵丰富, 体系不断完善。老凤祥目前已形成以黄金制品为主体的 15 个大类的产品线, 包括黄金、钻石、银饰、工艺美术品等。近年来, 为增强盈利能力, 公司重点发力 K 金、彩宝镶嵌类等品类, 改善珠宝首饰类产品毛利率。

传承非遗工艺, 推出潮流产品迎合年轻消费市场。老凤祥拥有国家级非遗项目——金银细工制作技艺, 该技艺创始于 1848 年, 在 20 世纪 80 年代凭借《星月生辉》产品首获国际大奖。老凤祥在传承的基础上不断创新, 使之与现代 3D、5G 工艺结合, 更符合当下“国潮”市场需求, 于 2022 年推出藏宝金系列产品“绣风华”“青绿国色”“范”系列。为了更贴合年轻消费群体, 老凤祥还融合机械元素与潮流造型, 推出了“兔 nice”系列。除此之外, 品牌每年都会与迪士尼联名推出多款新品, 吸引年轻群体的目光。

图25: 藏宝金系列产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图26: 迪士尼系列联名产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

设计队伍强大，有效提升品牌竞争力。根据公司 2022 年年报，老凤祥有 5 位国家级工艺美术大师和 16 位上海市级设计大师，中高级人才数量处于行业领先地位。品牌设计团队分为两类：原创设计师设计引领性、概念性的潮流产品，普通设计师设计工厂日常生产类型的首饰。2022 年公司共申请 288 项专利，产品更新率达到 26% 以上。

自产供应链一体化保驾护航。老凤祥集产供销于一身，形成了现代化、数控化的产品链，黄金类和镶嵌类产品自产比例均在 50% 左右。东莞素金生产基地装备有 100+ 台国内一流的自动化首饰机械。东莞镶嵌生产基地拥有三条生产线，引进世界一流设备保障产品品质，根据 2022 年数据，老凤祥自有生产基地可每年生产约 50 吨黄金产品，近 100 万件镶嵌类首饰，占整个销售链的 40%-50%。

图 1：老凤祥东莞生产基地



数据来源：《解放日报》，东吴证券研究所

图 2：引进德国 3D 首饰打印设备

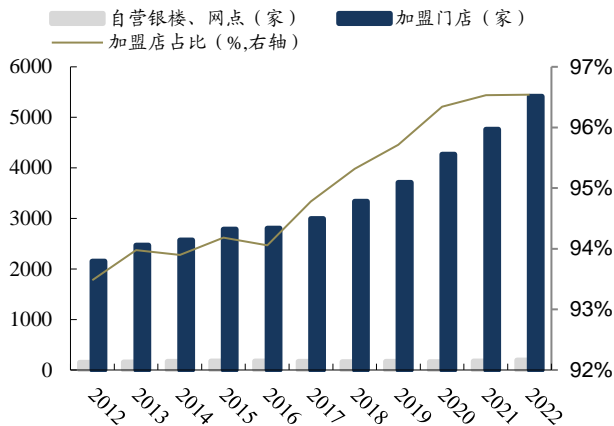


数据来源：搜狐网，东吴证券研究所

3.3. 渠道：公司在内资品牌中渠道数量最多，渠道优势突出

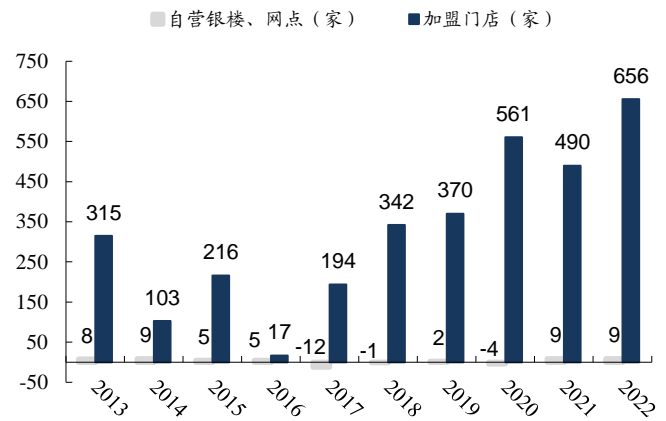
“立体化经营”，大力推进加盟模式。老凤祥的渠道策略分为自营银楼、合资公司开设门店、总经销、经销商和专卖店 5 种营销模式，其中主要渠道为连锁加盟店。截至 2022 年末，老凤祥拥有营销网点 5609 家（含海外银楼 15 家），全年净增 664 家。其中自营银楼、网点 194 家（国内自营网点 180 家，净增 9 家；海外自营网点 14 家，减少 1 家）；连锁加盟店 5415 家，净增 656 家。

图27: 2012-2022 年加盟店与直营店数量及加盟店占比 (不含海外地区)



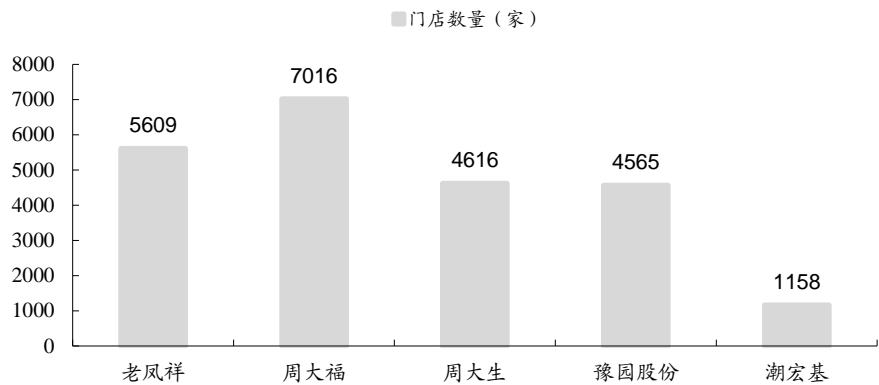
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 2012-2022 年加盟店与直营店净增数量 (不含海外地区)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图29: 老凤祥与同业公司门店数量对比 (截至 2022 年末)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

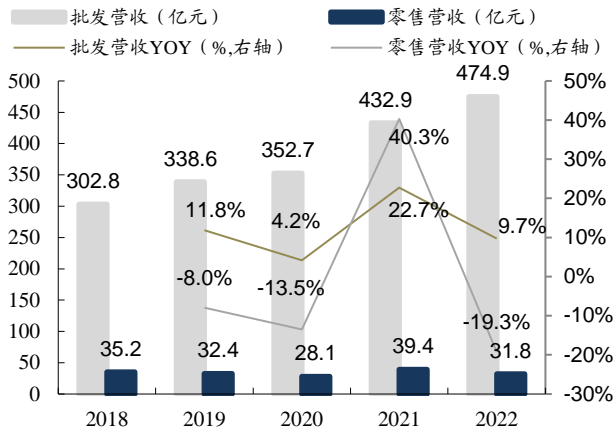
通过经销网络与合资公司加强对区域销售的渗透与管理。老凤祥在地方经营主要采取省代模式和合资公司两种方式:

(1) 省代模式: 公司与省代建立业务关系, 再由其向下级经销商、加盟商批发、收款。目前公司共拥有 24 家“省代”, 即区域总经销, 覆盖天津、江苏、江西等地区。

(2) 合资公司: 公司与实力强劲的加盟商成立合资公司, 下属合资公司是公司控股子公司, 由其直接负责管辖区域的销售、收款、市场开拓等日常事务, 总公司授予其招商代理权。目前公司共有河南、山东、重庆三家合资子公司。

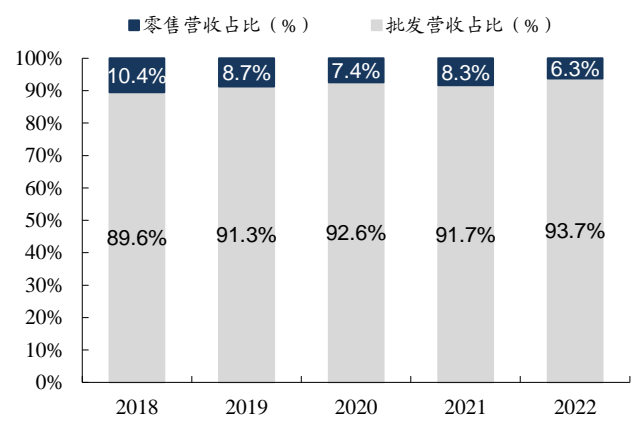
省代+合资公司的加盟模式有力促进了品牌在中西部地区及三四线城市下沉市场的拓展, 老凤祥的全国市场覆盖率达到 90% 以上。公司每年举行四次订货会, 为经销商和加盟商提供货源进行批发销售。在公司销售模式中, 2022 年, 老凤祥批发/零售实现营业收入 474.91/31.79 亿元, 同比+9.70%/-19.25%, 占营收比重为 93.73%/6.27%。

图30: 2018-2022年珠宝首饰批发/零售营收及增速



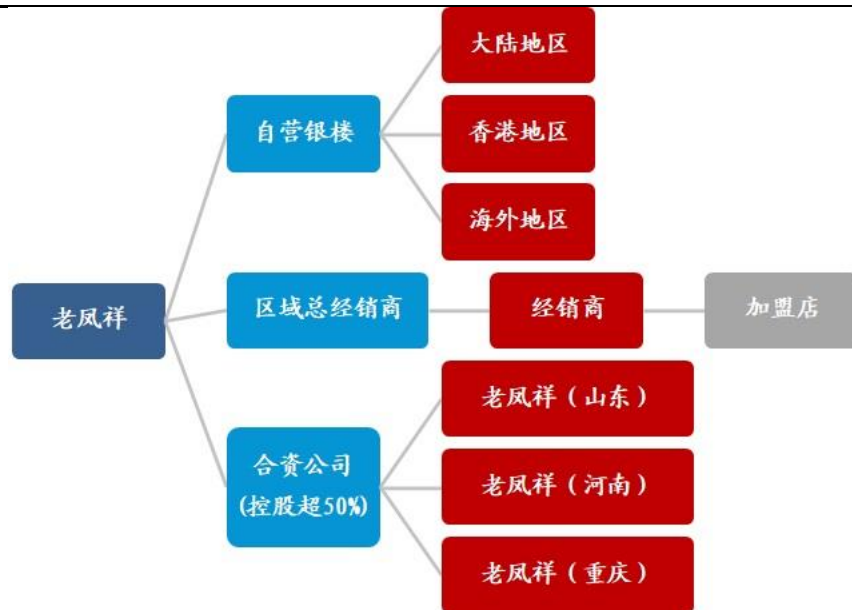
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 2018-2022年珠宝首饰批发零售营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 老凤祥“五位一体”渠道结构



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所; 注: 2010年成立老凤祥(河南), 2013年成立老凤祥(山东), 2015年成立老凤祥(重庆)。

升级“凤祥喜事”与“藏宝金”两大主题店，强化零售渠道领先优势。目前老凤祥的店铺包括传统店铺、“凤祥喜事”主题店与“藏宝金”主题店。2021年，老凤祥首家“藏宝金”主题店在上海“今朝8弄”内开设，2022年同系列主题店逐步落地城隍庙、万象城等综合商业街区。区别于传统银楼，“藏宝金”主题店内产品除首饰、器皿外，还包含掐丝珐琅制品、手编花丝等系列产品，传承创新海派文化，展示高端奢华的产品格调，有利于品牌未来入驻顶级购物中心。2023年，老凤祥将加快“凤祥喜事”与“藏宝金”主题店的布局与发展，升级店内产品陈列规格，提升品牌形象。

图33: 老凤祥“藏宝金”主题店内部图



数据来源: 腾讯网, 东吴证券研究所

图34: 老凤祥“藏宝金”主题店内陈列产品——凤冠

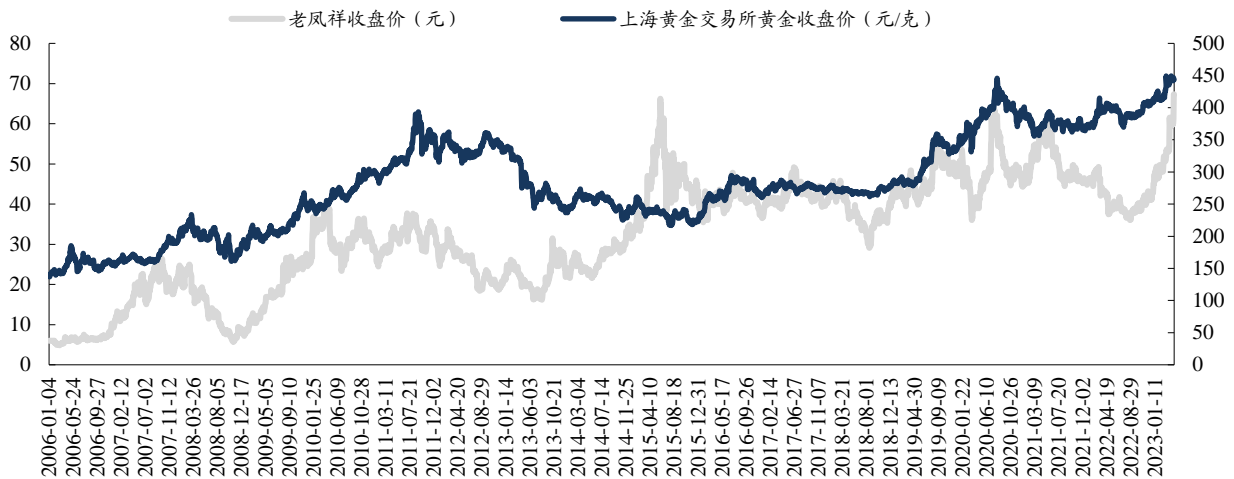


数据来源: 腾讯网, 东吴证券研究所

4. 公司股价与金价关联度高, 建立风险对冲应对机制

老凤祥股价涨跌与金价变化挂钩。复盘老凤祥历史股价, 可以看出公司股价与黄金价格变化趋势一致性较高。当金价上升时, 公司黄金存货价值上升, 且公司 80%以上为黄金产品, 金价上涨使得产品价格随之上涨, 市场对公司业绩预期良好, 股价上升。

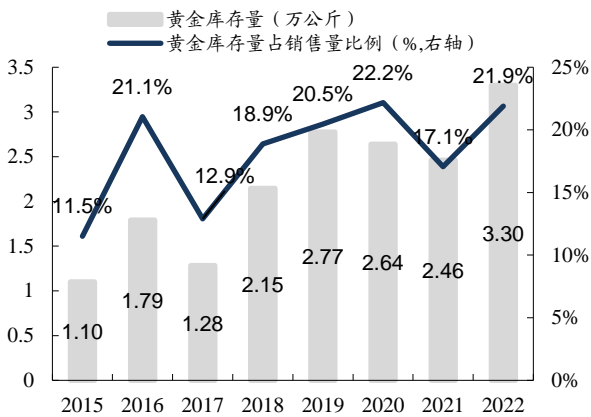
图35: 2006-2023年老凤祥股价与金价表现(截至2023年4月28日)



数据来源: 上海黄金交易所, 同花顺, 东吴证券研究所
注: 左轴为老凤祥收盘价, 右轴为上海黄金交易所黄金收盘价

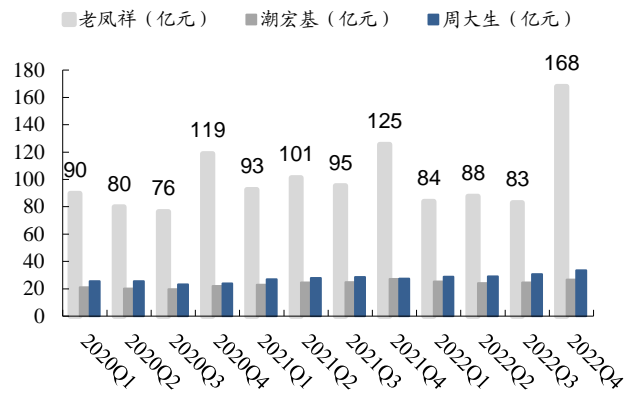
黄金存货可产生额外增值收益。老凤祥的存货主要为黄金、铂金、白银、钻石、翡翠等原材料, 以及镶嵌首饰、贵金属首饰等库存商品。2022年, 老凤祥存货为167.99亿元, 同比+33.87%, 占总资产比重为64.60%, 近五年该比重均在50%以上。其中黄金库存量为32987公斤, 占销售量比例达到21.89%, 处于较高水平。当黄金价格上升时, 公司黄金存货价值随之升高, 可产生额外收益。

图36: 2015-2022 年老凤祥黄金库存量及库存占销售量比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: 2020-2022 年老凤祥、潮宏基、周大生存货情况

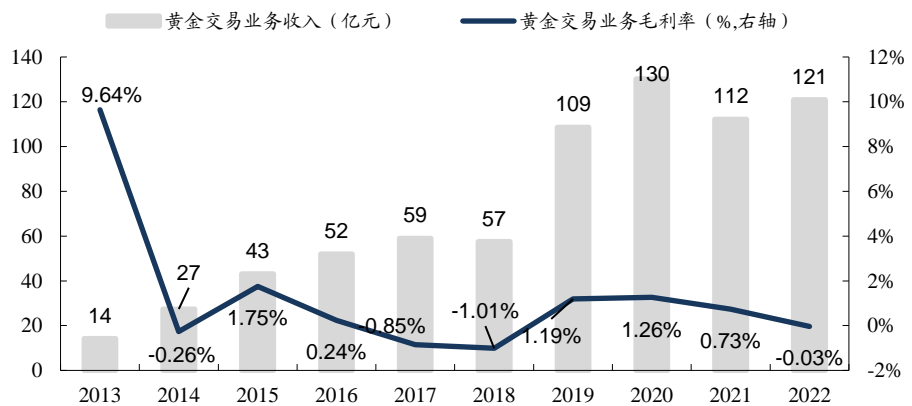


数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

通过租赁黄金规避原材料价格波动风险。老凤祥以租赁方式从银行处获得黄金原材料，延期结算，到期采购等量黄金偿还，抵御原材料价格波动风险。公司的主要供应商为上海黄金交易所，2022 年采购额 507.17 亿元，占采购总额 89.79%。

利用黄金交易业务对冲市场风险，保持毛利率稳定。当市场不景气，金价处于低位时，老凤祥适度扩大黄金交易业务，保证公司毛利率整体稳定，控制市场风险带来的不利影响。2014-2017 年，受国际形势的影响，贵金属市场波动加剧，金价处于震荡下行波动区间，国内珠宝行业持续低迷，老凤祥扩大销售，渠道下沉，有效改善了业绩表现。2022 年，黄金交易业务实现营收 120.83 亿元，同比+7.80%，占总营收 19.22%。

图38: 2013-2022 年黄金交易业务收入及毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

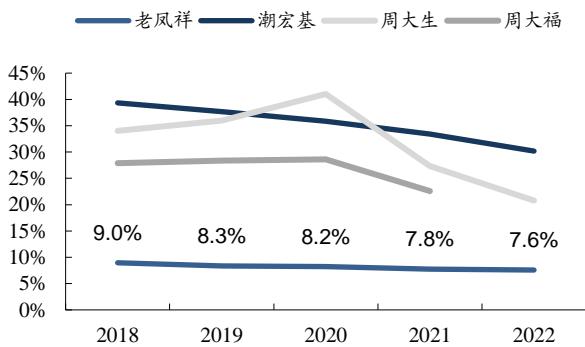
5. 财务: 高周转效率取胜, ROE 行业领先

5.1. 公司毛利率和净利率基本维持稳定

产品结构及加盟模式下毛利率水平较低。老凤祥的产品结构中，黄金产品占比较大，且加盟门店占比较高，因此整体毛利率较低，在8%左右上下浮动。

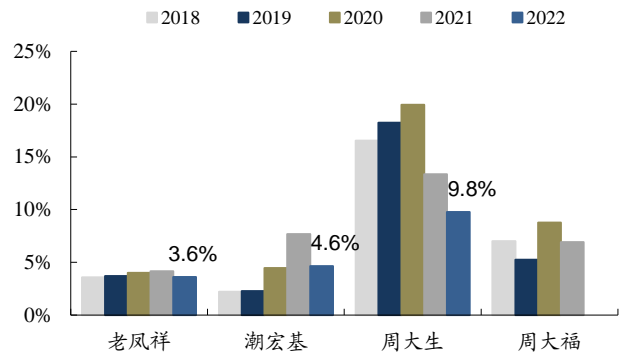
产品端与费用端双重发力，净利率保持稳定。在毛利率较低且稳定的情况下，老凤祥通过控制成本，降低费用率，销售净利率有改善。同时，近年来品牌不断加大古法金、3D金以及镶嵌类珠宝等附加值和毛利率较高的产品的研发与投放，维持净利率稳定。2022年老凤祥销售净利率为3.6%，同比下降0.6pct。

图39: 2018-2022年老凤祥与同业公司毛利率对比



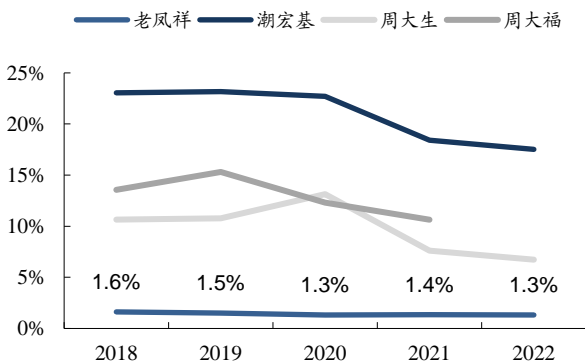
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 老凤祥与可比公司销售净利率



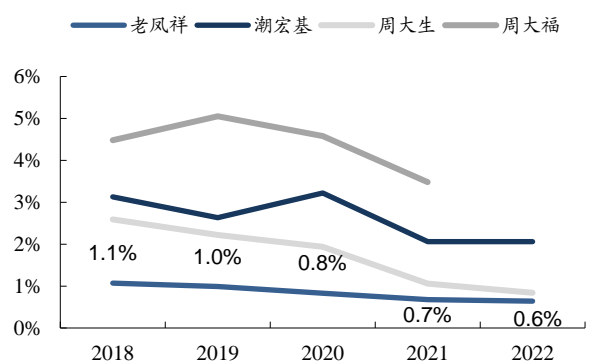
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41: 2018-2022年老凤祥与同业公司销售费用率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图42: 2018-2022年老凤祥与同业公司管理费用率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

5.2. 轻资产模式，资产周转率高，ROE 行业领先

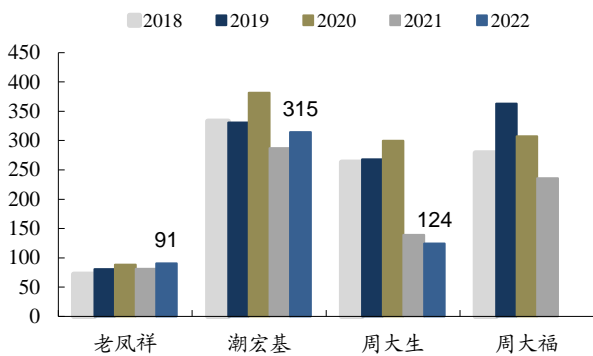
以批发销售黄金产品为主，存货周转率高。黄金产品在终端销售市场需求量较大，加之老凤祥凭借长期积累的品牌力在以上海为中心的长三角地区建立了良好的口碑，品牌黄金珠宝首饰消费频次高，存货周转天数较短。除此之外，公司建立了较为完善的经销网络，每年定期4次订货会，批发模式成熟，存货积压风险小。2022年，老凤

祥存货周转天数为 90.7 天/年，高于行业平均水平。

运营模式轻资产，总资产周转率高。老凤祥的生产端策略为“OEM 代工为主、自主加工为辅”，加盟商到公司指定 OEM 工厂采购，公司主要负责授权和加盟商经营管理，收取品牌溢价费。截至 2022 年末，老凤祥的生产类资产为 9.27 亿元，占总资产比重仅为 3.56%。轻资产的运营模式下，运营成本大大降低，门店扩张速度加快。2022 年，老凤祥的总资产周转率为 2.6 次/年，资产周转较快。

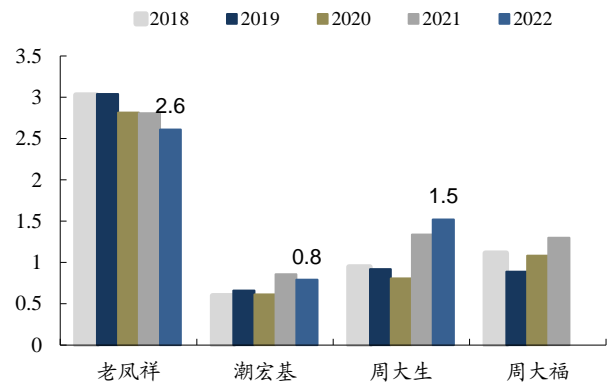
高周转推动公司 ROE 维持高位水平。2010-2021 年，老凤祥的 ROE 水平一直保持在 20% 以上，高于行业平均水平。2022 年，公司 ROE 为 17.60%，同比-4.3pct。虽然净利率较低，但老凤祥仍凭借高资产周转率保持 ROE 位于高位水平。

图43: 2018-2022 年老凤祥与同行业公司存货周转天数对比 (天)



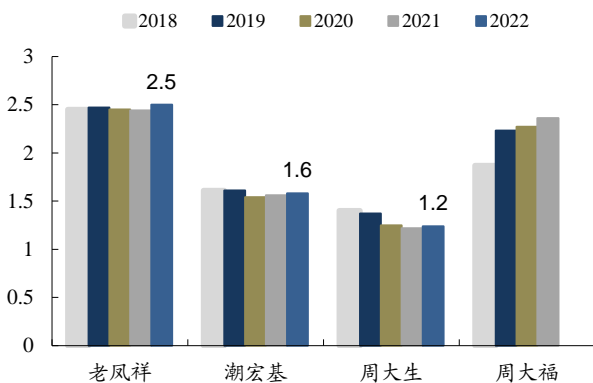
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图44: 2018-2022 年老凤祥与同行业公司总资产周转率对比 (次数)



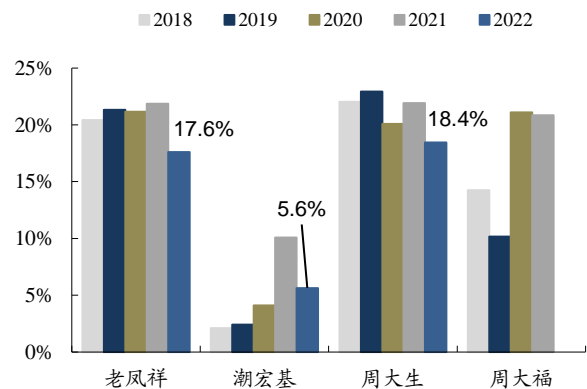
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图45: 2018-2022 年老凤祥与同行业公司权益乘数对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所; 注: 周大福 2021 年数据为 FY2022 数据, 其他年份类推。

图46: 2018-2022 年老凤祥与同行业公司 ROE 对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所; 注: 周大福 2021 年数据为 FY2022 数据, 其他年份类推。

6. 盈利预测和投资评级

6.1. 盈利预测

珠宝首饰板块：1) 开店：我们预计 2023-2025 年分别新增直营门店 10/10/10 家，加盟门店 500/500/500 家。2) 同店增长：我们预计 2023-2025 年直营门店同店增速分别为 15%/7%/5%，加盟门店同店增速 10%/7%/5%。我们预计珠宝首饰板块 2023-2025 年收入分别为 602/722/819 亿元，同比增速分别为 23%/16%/13%。

黄金交易规模：我们预计 2023-2025 年黄金交易规模基本维持不变。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 747/848/945 亿元，同比增速分别为 19%/14%/11%。

表4：公司 2023-2025 年收入预测拆分（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	586.91	630.10	746.91	848.17	945.07
yoy	13%	7%	19%	14%	11%
珠宝首饰	468.60	503.62	620.43	721.69	818.58
yoy	23%	7%	23%	16%	13%
黄金交易	112.08	120.83	120.83	120.83	120.83
yoy	-14%	8%	0%	0%	0%
其他业务	6.23	5.66	5.66	5.66	5.66

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计毛利率基本保持稳定，费用率得益于规模效应，每年会有一定程度的优化，综上，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 21.9 亿元/25.8 亿元/29.5 亿元，同比增速为 29%/18%/14.5%。

6.2. 投资评级

老凤祥是我国黄金珠宝的老品牌，历史底蕴深厚，品牌力强，规模和渠道优势明显，同时也是老牌国企，国企改革推进中，未来经营动力和经营效率都有望进一步释放，我们预计公司 2023-2025 年将实现归母净利润 21.9 亿元/25.8 亿元/29.5 亿元，同比增速为 29%/18%/14.5%，对应 2023-2025 年 PE 为 15/13/11 倍，我们选取 A 股和港股头部黄金珠宝品牌公司周大福，周大生和潮宏基作为可比公司，行业可比公司 2023 年平均 PE 为 15 倍，公司品牌认知度高，国企改革潜力大，可享有一定的溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：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
----	----	-------------	------------	-----------	----

				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002345.SZ	潮宏基	63	7.10	2.0	4.0	5.0	32	16	13
002867.SZ	周大生	178	16.25	10.9	14.7	17.6	16	12	10
1929.HK	周大福	1,414	14.14	67.4	83.9	99.3	21	17	14
	行业平均						23	15	12
600612.SH	老凤祥	328	62.62	17.0	21.9	25.8	19	15	13

数据来源：wind，东吴证券研究所，其中周大福市场数据和归母净利润单位均为港币，且其 2022 年数据为 FY2023 预测，其他年份以此类推。数据更新至 2023 年 6 月 6 日。

7. 风险提示

消费市场复苏速度不及预期：国内宏观经济下行压力较大，疫情对消费市场的负面影响仍然存在，可能会导致消费市场回暖速度放慢，公司收入增速也会随之放慢。

金价波动风险：公司股价与金价联系较为密切，若出现国际政治经济形势动荡引发金价剧烈波动，导致市场消极预期，可能会带来业绩下滑和黄金交易业务亏损的风险。

开店不及预期风险：公司经营的重要驱动之一是下沉市场的进一步的拓店，可能会存在终端消费恢复不及预期，导致加盟商开店不及预期，从而影响公司业绩的风险。

老凤祥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,747	28,044	31,818	35,961	营业总收入	63,010	74,691	84,817	94,507
货币资金及交易性金融资产	5,808	12,331	11,900	16,474	营业成本(含金融类)	58,233	68,879	78,108	86,942
经营性应收款项	854	228	275	313	税金及附加	216	299	339	378
存货	16,799	14,196	18,349	17,877	销售费用	829	971	1,086	1,191
合同资产	0	0	0	0	管理费用	402	478	526	586
其他流动资产	1,286	1,289	1,294	1,297	研发费用	31	37	42	47
非流动资产	1,258	1,253	1,247	1,242	财务费用	204	357	372	377
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	127	112	110	113
固定资产及使用权资产	762	750	738	725	投资净收益	(66)	0	0	0
在建工程	46	49	52	55	公允价值变动	(103)	0	0	0
无形资产	56	60	64	68	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	63	63	63	63	营业利润	3,017	3,782	4,454	5,099
其他非流动资产	330	330	330	330	营业外净收支	11	9	9	9
资产总计	26,005	29,297	33,065	37,202	利润总额	3,028	3,791	4,463	5,108
流动负债	13,463	13,911	14,333	14,639	减:所得税	760	948	1,116	1,277
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,205	8,705	8,805	8,905	净利润	2,268	2,843	3,347	3,831
经营性应付款项	819	524	691	758	减:少数股东损益	568	654	770	881
合同负债	269	241	273	304	归属母公司净利润	1,700	2,189	2,577	2,950
其他流动负债	4,170	4,441	4,564	4,672	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.25	4.19	4.93	5.64
非流动负债	560	560	560	560	EBIT	3,392	4,139	4,826	5,476
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	3,626	4,166	4,853	5,504
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.58	7.78	7.91	8.00
租赁负债	306	306	306	306	归母净利率(%)	2.70	2.93	3.04	3.12
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	7.36	18.54	13.56	11.42
负债合计	14,023	14,472	14,894	15,199	归母净利润增长率(%)	(9.38)	28.76	17.72	14.46
归属母公司股东权益	10,128	12,317	14,895	17,844					
少数股东权益	1,853	2,507	3,277	4,158					
所有者权益合计	11,981	14,825	18,172	22,003					
负债和股东权益	26,005	29,297	33,065	37,202					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	964	6,393	(145)	4,864	每股净资产(元)	19.36	23.55	28.47	34.11
投资活动现金流	(53)	(13)	(13)	(13)	最新发行在外股份(百万股)	523	523	523	523
筹资活动现金流	(2,359)	143	(272)	(277)	ROIC(%)	12.36	13.88	14.05	13.95
现金净增加额	(1,469)	6,523	(431)	4,574	ROE-摊薄(%)	16.79	17.77	17.30	16.53
折旧和摊销	234	27	27	28	资产负债率(%)	53.93	49.40	45.04	40.86
资本开支	(74)	(13)	(13)	(13)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.27	14.96	12.71	11.10
营运资本变动	(2,027)	3,174	(3,883)	637	P/B(现价)	3.23	2.66	2.20	1.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>