

老凤祥 (600612)

证券研究报告

2023年06月15日

百年老字号珠宝龙头，国企改革释放活力

百年老字号珠宝龙头，民族企业“金字招牌”

老凤祥是中国珠宝首饰行业的“百年金字招牌”。公司主营业务涵盖三大产业，一是以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业；二是以“工美”知名品牌为代表的工艺美术品产业；三是以“中华”等商标为代表的笔类文具和文教用品产业。2018年，公司被国家纳入“双百行动”计划，开始非国有股权转让，国企改革下重新释放活力，形成产品/渠道双壁垒。

收入规模稳定增长，盈利能力持续提升

23Q1 公司实现收入 245.58 亿元，同比+33.17%，归母净利润 7.16 亿元，同比+76.10%，盈利能力显著回升。22 年公司收入 630.10 亿元，同比+7.36%，归母净利润 17 亿元，同比-9.38%，系 21 年上海三星文教动迁补偿收入非经常性损益所致，扣除三星动迁利润因素影响，实际同比+2.59%。

分业务看，22 年两大优势产品收入占比达 99.1%。22 年公司珠宝首饰收入 503.62 亿元，同比+7.47%，营收占比 79.93%；黄金交易收入 120.83 亿元，同比+7.80%，营收占比 19.18%。分销售模式看，以批发为主。22 年批发/黄金交易/零售/其他实现收入 474.91/120.83/31.79/1.16 亿元，同比 yoy+9.7%/+7.8%/-19.3%/+42.2%，营收占比为 75.37%/5.05%/19.18%/0.18%。分地区看，内销为主外销为辅。22 年公司内销收入 624.72 亿元，同比+7.47%，外销收入 3.96 亿元，同比+2.26%。

行业稳步扩容，头部份额持续集中

1) 据欧睿国际数据，2022 年中国黄金珠宝市场规模 8159 亿元，2014-2022 年 CAGR 为 5%，行业稳步扩容。其中黄金饰品为主要消费品类，占比约 57%；钻石交易增长较快，2021 年成交金额同比增长 81.3%。2) 我国黄金珠宝行业集中度较低，据欧睿国际数据，2022 年我国黄金珠宝行业 CR5 为 28.1%，CR3 为 23.4%，比 2017 年分别提升了 10.7pct、9.5pct，有望持续向头部集中。3) 黄金珠宝兼具消费及投资属性，伴随 2015 年以来黄金价格持续温和上涨，2016-2021 年黄金首饰消费量持续提升。

产品聚焦差异化需求，渠道多元化拓展

产品：产品以黄金为主，新品持续迭代，“金银细工”技艺打造独家优势。公司在东莞设立两家数控化生产基地，2022 年成立海南工厂，有效提高生产效率。同时注重研发创新，拥有一支高水平设计研发团队。

渠道：“五位一体”立体营销优势显著，2018-2022 年公司营销网点数为 3521/3893/4450/4945/5609 家，yoy+10.9%/10.6%/14.3%/11.1%/13.4%，规模稳定增长。除传统渠道外，线上渠道多元化布局，吸引年轻消费者，海外业务降本增效实现门店盈利，同时以海南自由贸易港为突破口，打通境内外循环瓶颈，打开未来发展空间。

盈利预测：公司作为黄金行业龙头，悠久历史成就品牌经典，产品结构不断优化，扩大非金首饰市场份额；网点布局提速，规模优势突出，渠道下沉持续推进，有望抓住后疫情时代发展机遇，进一步提升市占率。考虑到公司 22 年利润同比下降，我们调整盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 21/24/28 亿元（23/24 年原值分别为 23.5/26.2 亿元），分别对应 16x/14x/12x PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观环境及政策变化风险；拓店速度不及预期；金价与汇率波动风险；存货管理风险；公司近期曾出现股价异动。

投资评级

行业	纺织服饰/饰品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	64.29 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	317.11
流通 A 股股本(百万股)	317.11
A 股总市值(百万元)	20,386.98
流通 A 股市值(百万元)	20,386.98
每股净资产(元)	20.73
资产负债率(%)	54.32
一年内最高/最低(元)	74.57/35.59

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《老凤祥-季报点评:22Q3 营业收入同比增长 8.80%，归母净利润》2022-11-03
- 《老凤祥-半年报点评:2022H1 扣非归母净利润 8.95 亿元同增 10%，Q2 业绩超预期，IP 产品持续开发营销网络进一步深化》2022-09-03
- 《老凤祥-年报点评报告:22Q1 实现扣非净利 4.66 亿同增 7.47%，优化产品结构拓展 IP 合作，营销网络拓宽打造业绩稳定根基》2022-04-30

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	58,690.77	63,010.14	73,890.13	84,567.56	96,046.56
增长率(%)	13.47	7.36	17.27	14.45	13.57
EBITDA(百万元)	3,174.12	3,209.73	4,022.87	4,637.40	5,307.74
归属母公司净利润(百万元)	1,876.31	1,700.34	2,118.84	2,408.33	2,763.65
增长率(%)	18.30	(9.38)	24.61	13.66	14.75
EPS(元/股)	3.59	3.25	4.05	4.60	5.28
市盈率(P/E)	17.92	19.78	15.87	13.96	12.17
市净率(P/B)	3.66	3.32	2.79	2.33	1.95
市销率(P/S)	0.57	0.53	0.46	0.40	0.35
EV/EBITDA	8.39	8.11	8.72	7.98	6.59

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 百年老字号珠宝龙头，民族企业“金字招牌”	5
1.1. 老凤祥：百年民族品牌优势强	5
1.2. 国资实际控制，股权结构逐步市场化	5
1.3. 收入利润增长稳健，高 ROE 高分红	6
2. 黄金珠宝赛道优质，头部份额持续集中	9
2.1. 整体行业稳步扩容，品类以黄金饰品为主	9
2.2. 渠道下沉、产品力提升推动行业向龙头集中	10
2.3. 黄金珠宝兼具消费及投资属性，金价上行提升行业景气度	12
2.3.1. 中国珠宝市场消费群体年轻化	12
2.3.2. 黄金兼具投资与消费属性	14
3. 产品聚焦差异化需求，渠道多元化拓展	15
3.1. 产品：“金银细工”打造独家优势，数控化工厂提高生产效率	15
3.1.1. 产品矩阵丰富，“金银细工”打造独家优势	15
3.1.2. 数控化工厂提高生产效率，重视研发创新	17
3.2. 渠道：铺设多元化，立体营销优势显著	17
3.2.1. “五位一体”立体营销，网点数量持续上升	17
3.2.2. 线上渠道多元化，寻找新增长点	18
4. 盈利预测与总结	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截止 2023Q1）	5
图 3：2018-2023Q1 营业收入（亿元）及同比	6
图 4：2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及同比	6
图 5：2018-2022 年公司各产品营业收入（亿元）	6
图 6：2018-2022 年公司各产品营业收入占比	6
图 7：2021-2022 年各业务模式营业收入（亿元）	7
图 8：2018-2022 年分地区营业收入（亿元）	7
图 9：2018-2022 年公司毛利率	7
图 10：2018-2022 年主要产品毛利率	7
图 11：2018-2022 年期间费用率	8
图 12：2018-2023Q1 公司销售净利率	8
图 13：公司 ROE 高于行业可比公司	8
图 14：2018-2022 年公司现金分红比例	8
图 15：2022 年公司营销网点结构（单位：家）	8
图 16：公司资产周转率处于行业较高水平	8

图 17: 中国黄金珠宝零售市场规模 (亿元) 及同比增速	9
图 18: 2010-2022 年限额以上单位金银珠宝类商品零售额 (亿元)	9
图 19: 2022 年国内主要珠宝品类市场份额	9
图 20: 2012-2021 年上海钻石交易所钻石成交金额 (亿美元)	9
图 21: 2013-2019 年中国钻石饰品需求规模 (亿元)	9
图 22: 2019 年全球钻石饰品需求分布	9
图 23: 2015-2022 年各个国家及地区珠宝人均消费额 (美元)	10
图 24: 2010-2022 年上金所黄金首饰消费量	10
图 25: 2022 年各珠宝品牌中国内地门店数量 (家)	12
图 26: 2020-2022 年各珠宝品牌中国内地门店净开数量 (家)	12
图 27: 2022 年珠宝零售中不同消费场景占比	12
图 28: 2022 年珠宝零售主要消费场景中客户性别分布	12
图 29: 2022 年珠宝零售主要消费场景中客户年龄分布	12
图 30: 2021 年不同年龄层对不同珠宝类型的喜爱程度	12
图 31: 国内珠宝首饰线上线下零售额分布	13
图 32: 珠宝消费灵感来源	13
图 33: 钻石市场与珠宝市场规模 (亿美元)	13
图 34: 中国各线城市钻石购买率和渗透率	13
图 35: 黄金首饰消费量同比变化和上海黄金交易所 Au9999 价格同比变化	14
图 36: 黄金首饰消费量 (吨) 和上海黄金交易所 Au9999 价格 (元/克)	14
图 37: 中国和全球人群近 12 个月黄金饰品购买比例	15
图 38: 中国不同工艺黄金饰品市场份额	15
图 39: 公司主要产品矩阵	15
图 40: 老凤祥藏宝金系列	16
图 41: 2018-2022 年公司新品销售额 (亿元) 及销售占比	16
图 42: 金银细工制作技艺	16
图 43: 老凤祥东莞珠宝首饰有限公司自动化生产	17
图 44: 2018-2022 年公司研发费用 (百万元)	17
图 45: 2018-2022 年营销网点数量及增速	18
图 46: 2016-2022 年公司市占率	18
图 47: 2022 年国内黄金珠宝行业前八企业市占率	18
图 48: 陈数代言老凤祥新品	19
图 49: 海外银楼数量 (家)	19
表 1: 中国黄金珠宝品牌市场品牌矩阵	10
表 2: 2017-2022 年中国市场黄金珠宝行业头部企业市占率 (%)	11
表 3: 2017-2022 年日本黄金珠宝市场 CR5	11
表 4: 2017-2022 年中国香港黄金珠宝市场 CR5	11
表 5: 不同工艺黄金饰品的区别	15
表 6: 盈利预测与收入拆分表 (单位: 百万元)	19

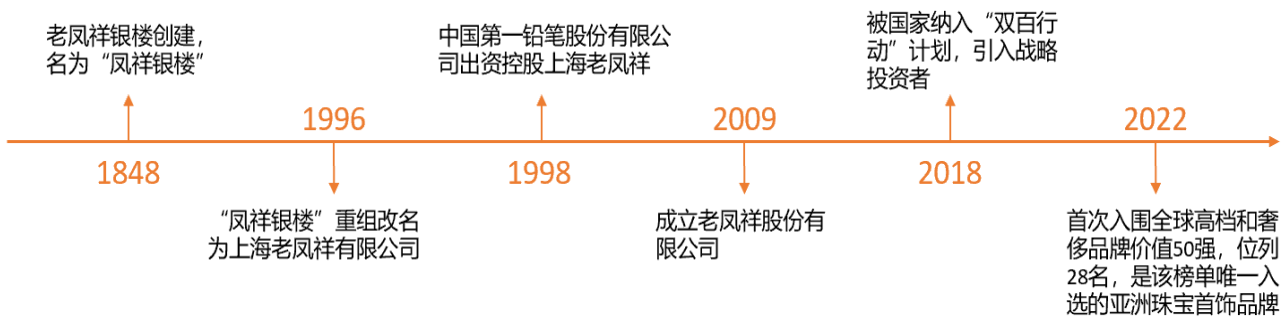
1. 百年老字号珠宝龙头，民族企业“金字招牌”

1.1. 老凤祥：百年民族品牌优势强

国内百年老字号珠宝龙头。老凤祥前身“凤祥银楼”创始于 1848 年，是中国珠宝首饰行业的“百年金字招牌”。1996 年，“凤祥银楼”重组改名为上海老凤祥有限公司，1998 年，中国第一铅笔股份有限公司出资控股上海老凤祥有限公司，2009 年，成立老凤祥股份有限公司。2018 年，老凤祥被国家纳入“双百行动”计划，引入战略投资者，开始非国有股权转让。2022 年，老凤祥首次入选英国品牌金融评选的“2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强”，位列第 28 位，成为该榜单唯一入选的亚洲珠宝首饰品牌。

公司主营业务涵盖三大产业。一是以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业；二是以“工美”知名品牌为代表的工艺美术品产业；三是以“中华”等商标为代表的笔类文具和文教用品产业。

图 1：公司发展历程



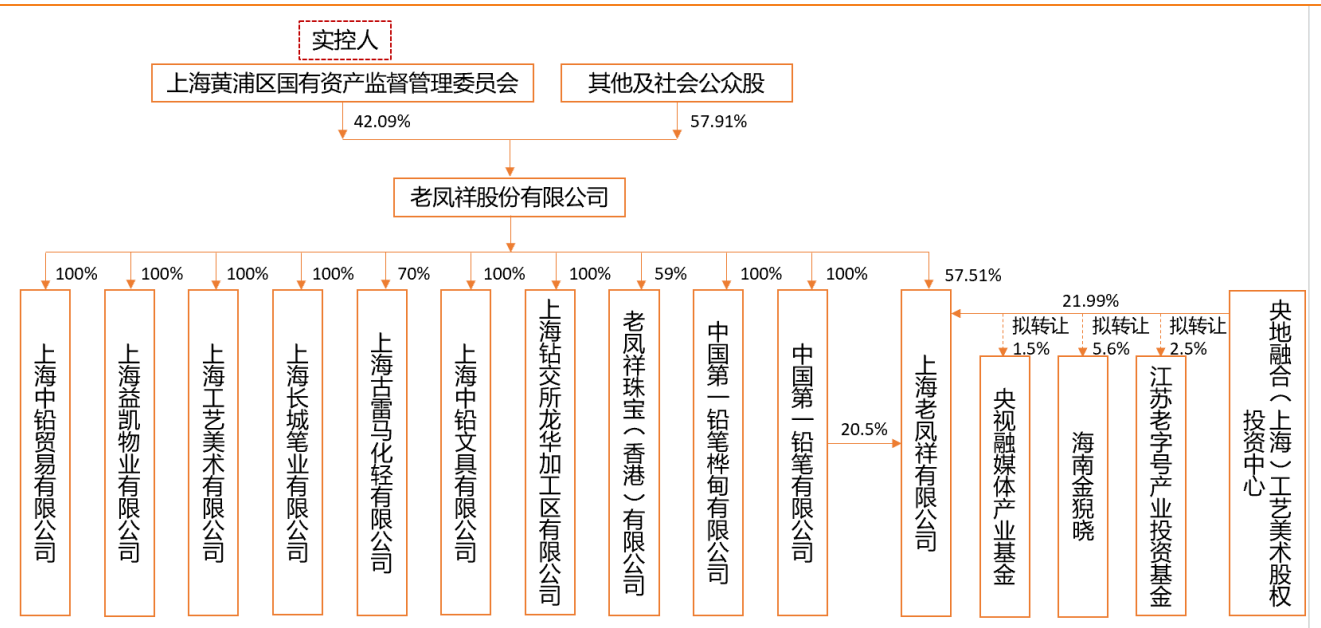
资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

1.2. 国资实际控制，股权结构逐步市场化

国有资本实际控制，股权结构逐步市场化。截止 2023Q1，上海市黄浦区国资委持股 42.09%，为公司实际控制人。2018 年，公司被纳入“双百行动”开展国企改革，引进了以国新控股为核心的战略投资者，设立央地融合（上海）工艺美术股权投资中心，受让上海老凤祥有限公司职工持股会及自然人经营者 21.99% 的股权。2023 年，央地融合（上海）工艺美术股权投资中心拟转让持有的上海老凤祥股权给央视融媒体产业基金、海南金猊晓、江苏老字号产业投资基金，拟转让股权分别为 1.5%/5.6%/2.5%，股权结构进一步市场化。

公司扎实推进国企改革“双百行动”各项改革，持续推进职业经理人制度，截至 2022 年底，全公司 2/3 以上的企业实施职业经理人制度，完成三批次职业经理人制度试点。另外公司在人才培养方面推进“凤翔计划”及“人才强企”战略，紧抓专业技术人员及青年人才培养。

图 2：公司股权结构（截止 2023Q1）

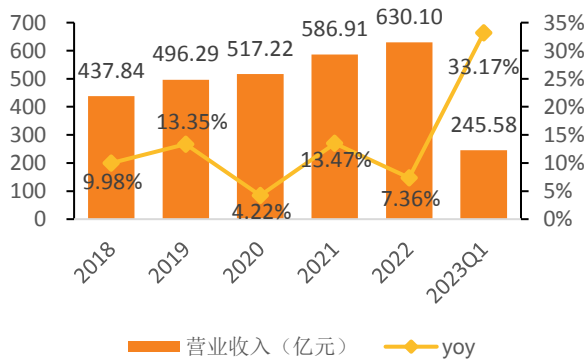


资料来源: Wind、天风证券研究所

1.3. 收入利润增长稳健，高 ROE 高分红

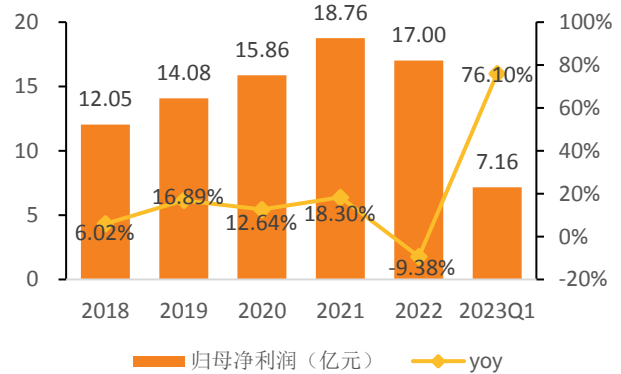
公司营收稳步增长，盈利能力显著回升。22 年公司营业收入 630.10 亿元，同比+7.36%，2018-2021 年收入 437.84/496.29/517.22/586.91 亿元，yoy+9.98%/+13.35%/+4.22%/+13.47%，收入规模增长稳健。22 年公司归母净利润 17 亿元，同比-9.38%，系 21 年上海三星文教动迁补偿收入非经常性损益所致，扣除三星动迁利润因素影响，实际同比+2.59%。2018-2021 年公司归母净利润 12.05/14.08/15.86/18.76 亿元，yoy+6.02%/+16.89%/+12.64%/+18.30%，利润稳步增长。23Q1 公司实现收入 245.58 亿元，同比+33.17%，归母净利润 7.16 亿元，同比+76.10%，盈利能力显著回升。

图 3: 2018-2023Q1 营业收入 (亿元) 及同比



资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所

图 4: 2018-2023Q1 归母净利润 (亿元) 及同比

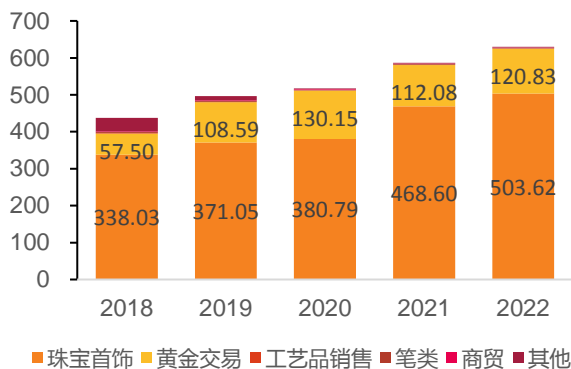


资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所

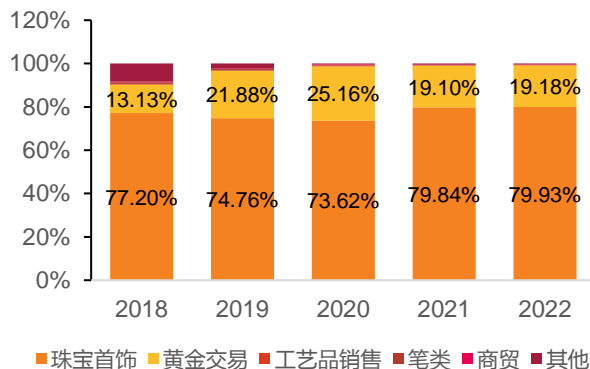
两大优势产品规模稳定增长，珠宝首饰占比 80%左右。22 年公司珠宝首饰收入 503.62 亿元，同比+7.47%，营收占比 79.93%；黄金交易收入 120.83 亿元，同比+7.80%，营收占比 19.18%。2018-2022 年珠宝首饰收入由 338.03 亿元增长至 503.62 亿元，CAGR 为 10.48%，同期黄金交易收入由 57.50 亿元增长至 120.83 亿元，CAGR 为 20.40%，两大优势产品规模稳定增长。2018-2022 年珠宝首饰营收占比在 70%-80%之间，收入占比最高，同期黄金交易营收占比稳定在 13.13%-25.16%之间。

图 5: 2018-2022 年公司各产品营业收入 (亿元)

图 6: 2018-2022 年公司各产品营业收入占比



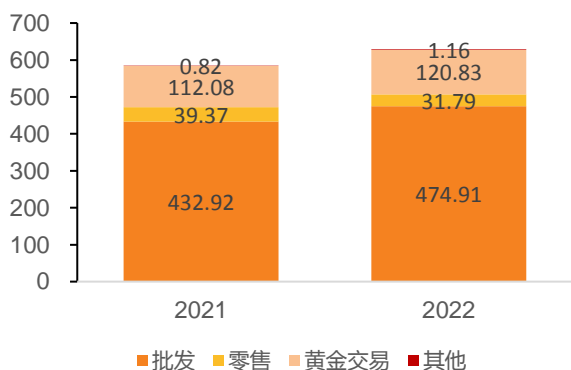
资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所



资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所

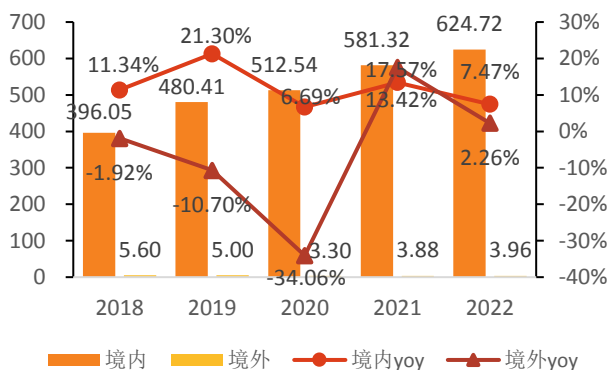
销售模式以批发为主，内销规模稳步增长。22 年批发/黄金交易/零售/其他分别实现收入 474.91/120.83/31.79/1.16 亿元，yoy+9.7%/+7.8%/-19.3%/+42.2%，营收占比分别为 75.37%/5.05%/19.18%/0.18%，批发模式营收占比最高。22 年公司内销收入 624.72 亿元，同比+7.47%，外销收入 3.96 亿元，同比+2.26%，内销为主外销为辅。2018-2021 年内销收入 396.05/480.41/512.54/581.32 亿元，yoy+11.34%/+21.30%/+6.69%/+13.42%，规模稳步增长；同期外销收入 5.60/5.00/3.30/3.88 亿元，yoy-1.92%/-10.70%/-34.06%/+17.57%。

图 7: 2021-2022 年各业务模式营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所

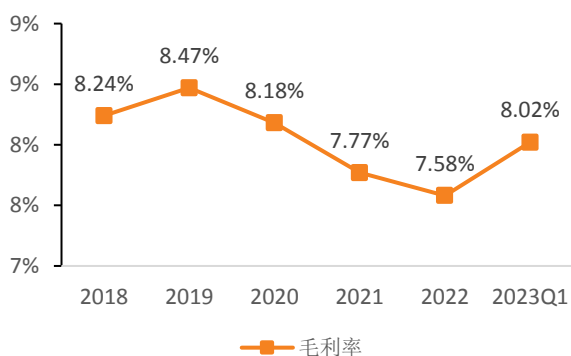
图 8: 2018-2022 年分地区营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所

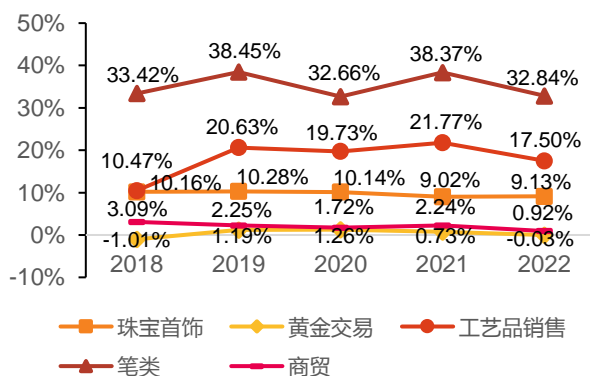
盈利能力相对稳定。2018-2023Q1 公司毛利率为 8.24%/8.47%/8.18%/7.77%/7.58%/8.02%，维持在 8%左右，相对稳定。分产品看，22 年笔类/工艺品/珠宝首饰/商贸/黄金交易毛利率分别为 32.84%/17.50%/9.13%/0.92%/-0.03%，笔类、工艺品销售毛利率较高。

图 9: 2018-2022 年公司毛利率



资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所

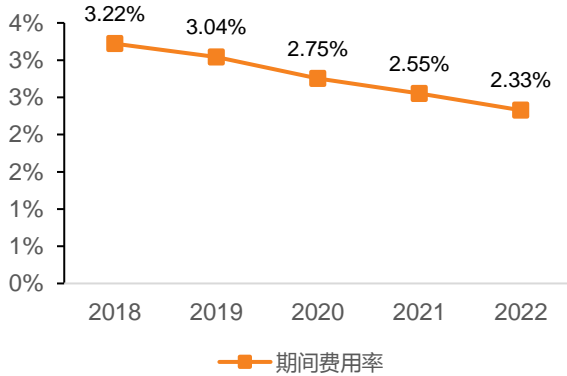
图 10: 2018-2022 年主要产品毛利率



资料来源: Wind、公司公告、天风证券研究所

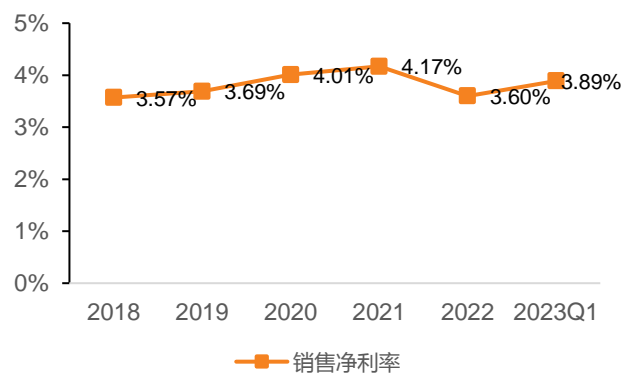
伴随收入提升费用率持续优化，整体净利率趋势向上。2018-2022 年公司期间费用率分别为 3.22%/3.04%/2.75%/2.55%/2.33%，yoy-0.02/-0.18/-0.29/-0.20/-0.22pct，2018-2023Q1 销售净利率为 3.57%/3.69%/4.01%/4.17%/3.60%/3.89%，整体呈上升趋势，22 年净利率下降系 21 年上海三星文教动迁补偿收入非经常性损益所致。

图 11：2018-2022 年期间费用率



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

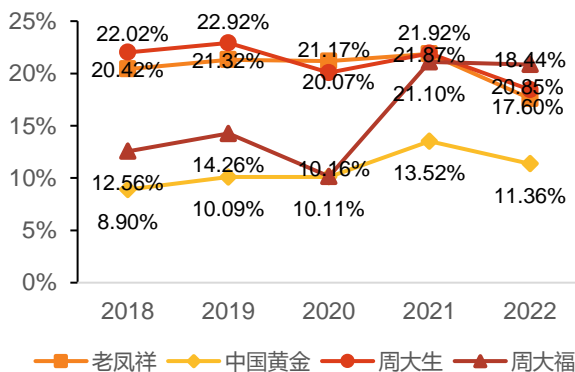
图 12：2018-2023Q1 公司销售净利率



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

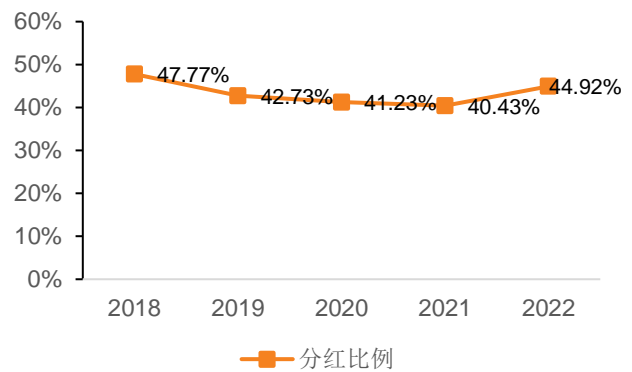
高 ROE 高分红，业绩稳定增长。公司业务加盟占比较高，周转速度快，2018-2022 年公司整体 ROE 水平稳定维持在 18%-22%左右，每年现金分红比例 40%以上。

图 13：公司 ROE 高于行业可比公司



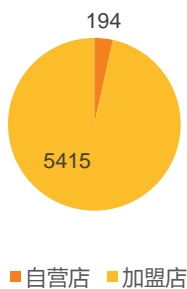
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 14：2018-2022 年公司现金分红比例



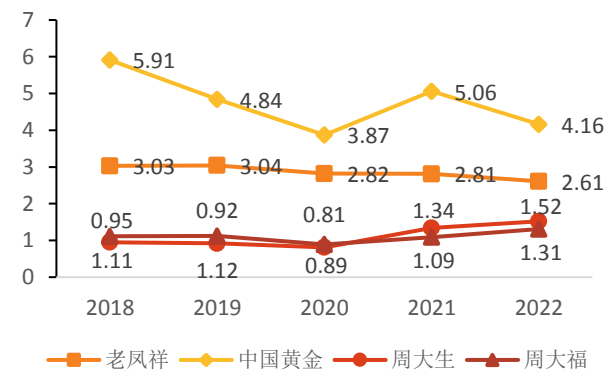
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 15：2022 年公司营销网点结构（单位：家）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：公司资产周转率处于行业较高水平



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

2. 黄金珠宝赛道优质，头部份额持续集中

2.1. 整体行业稳步扩容，品类以黄金饰品为主

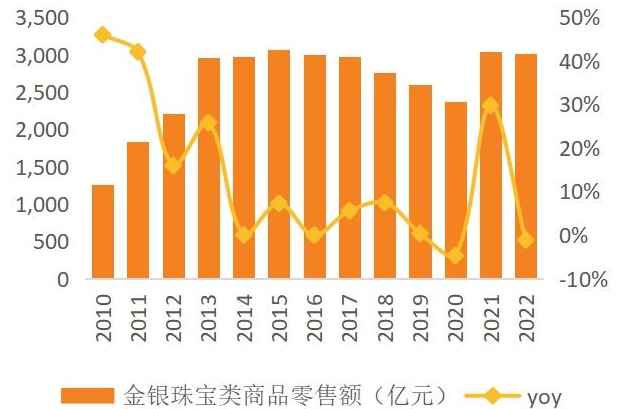
珠宝首饰市场规模约 8000 多亿，行业处于稳步增长区间。根据欧睿国际数据，2022 年中国黄金珠宝市场规模 8159 亿元，2008-2013 年 CAGR 为 21%，我国黄金珠宝零售规模高速增长，进入 14 年行业增速趋缓，2014-2022 年 CAGR 为 5%，总体来看，我国黄金珠宝行业稳步扩容。根据国家统计局数据，2021/2022 年限额以上单位金银珠宝类商品零售额稳定在 3000 亿元左右。

图 17：中国黄金珠宝零售市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 18：2010-2022 年限额以上单位金银珠宝类商品零售额（亿元）

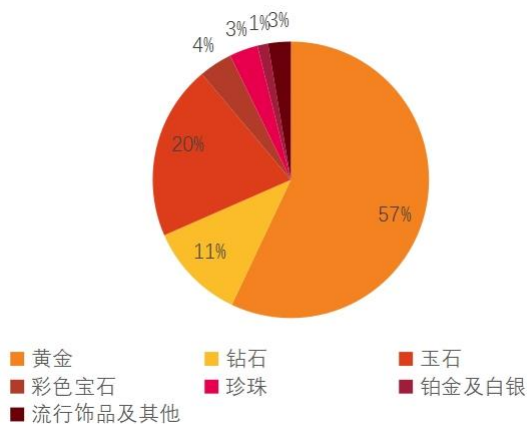


资料来源：iFinD、国家统计局，天风证券研究所

黄金饰品为主要的消费品类，占比约为 57%。根据中国珠宝玉石首饰行业协会数据，2022 年黄金产品占珠宝行业的市场份额为 57%，钻石、玉石、彩色宝石、珍珠、铂金白银及其他分别占比为 11%、20%、4%、3%、1%、3%。

钻石饰品未来发展空间大。钻交所为中国大陆唯一钻石进出口交易平台，根据上海钻石交易所数据，2021 年中国钻石交易金额显著增长，2021 年钻石成交金额 71 亿美元，同比增长 81.3%。根据戴比尔斯数据，2019 年中国市场钻石饰品需求为 687 亿人民币，中国钻石饰品需求量占全球的 13%，仅次于美国的 48%。

图 19：2022 年国内主要珠宝品类市场份额



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，天风证券研究所

图 20：2012-2021 年上海钻石交易所钻石成交金额（亿美元）



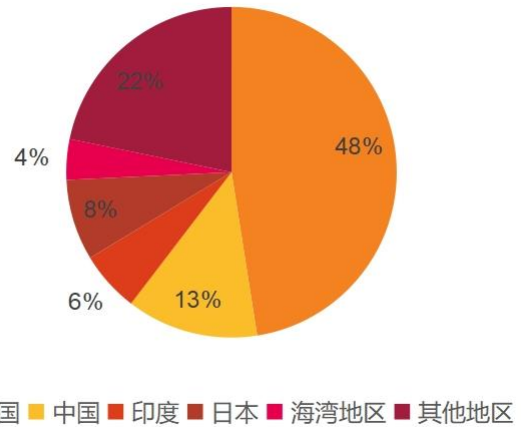
资料来源：Wind，上海钻石交易所，天风证券研究所

图 21：2013-2019 年中国钻石饰品需求规模（亿元）

图 22：2019 年全球钻石饰品需求分布



资料来源：戴比尔斯，历年《钻石行业洞察报告》，天风证券研究所

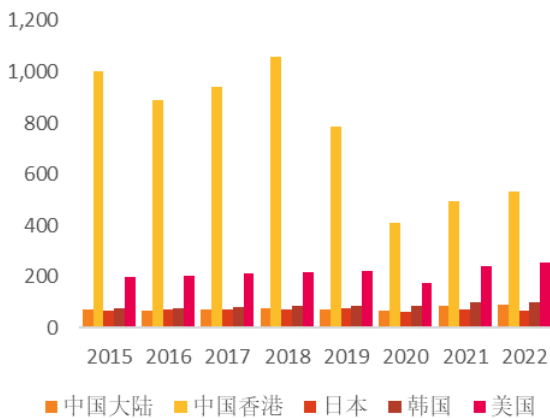


资料来源：戴比尔斯，《2020年度钻石行业洞察报告》，天风证券研究所

从量来看，黄金首饰消费量进入存量阶段。据中国黄金协会最新统计数据显示，2022年全国黄金实际消费量1001.74吨，同比下降10.63%，其中黄金首饰654.32吨，同比2021年下降8.01%。

从人均珠宝消费额看，对比中国香港市场以及美国市场，中国大陆人均珠宝消费还有较大提升空间。根据欧睿国际数据，参考中国香港、日本、美国、韩国市场，2022年中国大陆市场人均黄金珠宝消费额为87.2美金/年，中国香港为529.3美金/年，美国、韩国、日本分别为253.5、100.5、63.6美金/年。伴随千禧一代逐步成为钻石等品类消费的主力军，以及悦己消费比例提升，我们认为中国大陆黄金珠宝人均消费金额还有较大提升空间。

图 23：2015-2022年各个国家及地区珠宝人均消费额（美元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 24：2010-2022年上金所黄金首饰消费量



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 渠道下沉、产品力提升推动行业向龙头集中

我国黄金珠宝市场品牌分为以下几类：第一类为 Cartier、Tiffany 等国际一线品牌为主的高端品牌，第二类为港资品牌周大福、周生生，第三类为中国品牌老凤祥、周大生等。

表 1：中国黄金珠宝品牌市场品牌矩阵

品牌	品牌定位
国际品牌：Cartier、TIFFANY & CO 等	高端国际品牌定位于奢侈珠宝市场，注重设计、品味，全球渠道布局，具备一定品牌溢价，主要布局在一、二线城市。
港资品牌：周大福、周生生、六福等	定位中高端市场，渠道从一、二线城市往下辐射，在品牌知名度、设计感上较内地品牌具有一定优势

中资品牌：老凤祥、周大生等

定位于中高端市场，依靠快速的加盟体系在一线到四线城市都快速布局

资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

我国黄金珠宝行业集中度较低，展望中长期行业集中度有望持续提升。当前珠宝首饰行业竞争激烈，我国珠宝行业主要由国际品牌、港资品牌与内地品牌形成竞争格局。整体黄金珠宝行业集中度较低，根据欧睿国际的数据，2022 年中国黄金珠宝行业 CR5 为 28.1%，CR3 为 23.4%，比 2017 年分别提升了 10.7pct、9.5pct。

我们认为，展望中长期，行业集中趋势依旧会持续：（1）黄金珠宝为贵重物品消费，普通消费者对珠宝首饰的质量和价值难以辨别，因此消费者对头部品牌有天然的信任感，黄金珠宝消费依赖品牌认知度和信任感；（2）头部品牌在产品、服务、设计方面更为领先，头部品牌资金实力及品牌影响力更强，持续通过渠道布局加速行业集中度提升。

表 2：2017-2022 年中国市场黄金珠宝行业头部企业市占率（%）

品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022
周大福	6.0	6.5	7.1	7.6	11.2	11.8
老凤祥	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9	7.9
老庙	2.2	2.4	3.0	3.5	3.6	3.7
梦金园	2.7	2.5	2.6	2.3	2.7	2.8
周大生	0.8	1.0	1.1	1.1	1.7	1.9
周生生	1.2	1.2	1.3	1.3	1.9	1.7
TIFFANY & CO	-	-	-	-	1.3	1.5
Cartier	0.5	0.6	0.7	1.1	1.4	1.3
Van Cleef & Arpels	0.3	0.3	0.4	0.7	0.9	0.9
六福	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

对比日本及中国香港市场，日本黄金珠宝市场 CR5 为 30.6%，中国香港为 39.3%。参考日本及中国香港市场，整体中国内地市场品牌集中度具备提升空间。渠道端头部品牌持续通过开店下沉抢占市场，产品力亦处于持续提升阶段，头部品牌优势持续加强，市占率有望进一步提升。

表 3：2017-2022 年日本黄金珠宝市场 CR5

品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TIFFANY & CO	-	-	-	-	12.7	13.8
Cartier	7.2	7.1	7.5	6.0	5.8	7.4
Bvlgari	3.2	3.3	3.4	3.5	3.8	4.1
As-me Estelle	-	3.3	3.2	3.4	3.0	3.0
4° C	3.8	3.6	3.2	3.1	2.3	2.3

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

表 4：2017-2022 年中国香港黄金珠宝市场 CR5

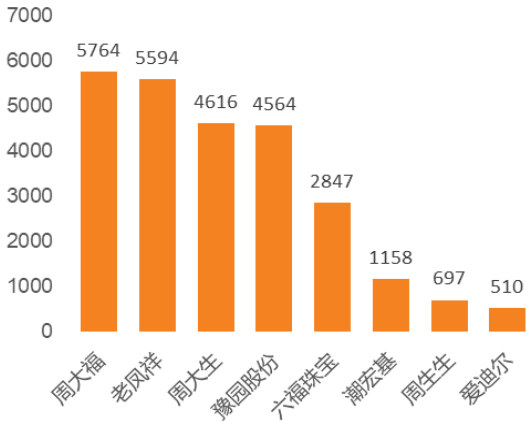
品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022
周大福	18.0	19.5	19.0	17.9	16.7	16.1
周生生	11.5	12.9	10.9	10.8	9.5	9.1
六福	8.8	8.6	6.9	6.1	5.8	5.6
Cartier	4.4	5.2	5.4	4.9	4.8	4.8
TIFFANY & CO	-	-	-	-	3.9	3.7

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

各珠宝品牌持续拓展门店。截至 2022 年年底，在中国内地的零售门店数超过 4000 家的

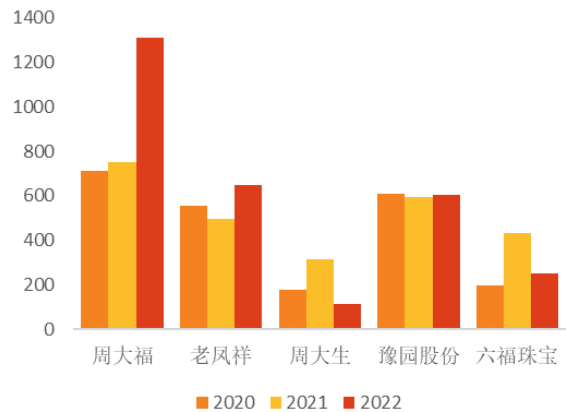
珠宝品牌为周大福、老凤祥、周大生、豫园股份，分别拥有 5764、5594、4616、4564 家门店，渠道布局数量具有相对优势。

图 25：2022 年各珠宝品牌中国内地门店数量（家）



资料来源：各公司财报、官网与招股说明书，天风证券研究所

图 26：2020-2022 年各珠宝品牌中国内地门店净开数量（家）



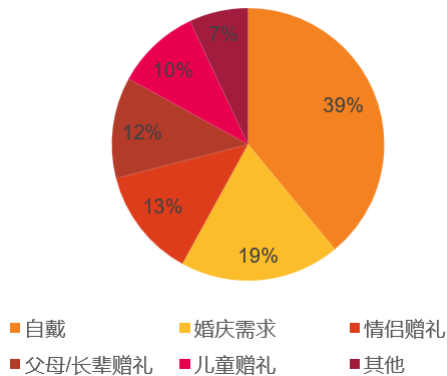
资料来源：各公司财报与官网，天风证券研究所

2.3. 黄金珠宝兼具消费及投资属性，金价上行提升行业景气度

2.3.1. 中国珠宝市场消费群体年轻化

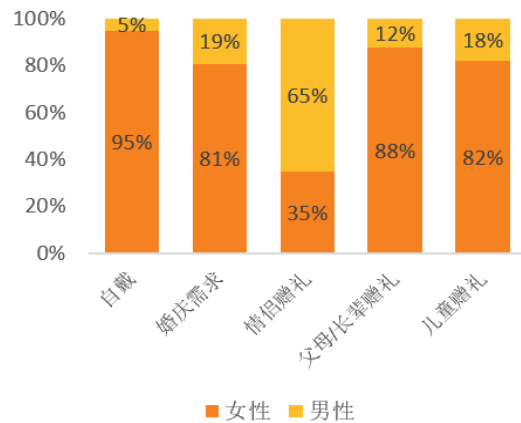
据世界黄金协会数据，2022 年，自戴成为占比最大的珠宝首饰消费场景，达到 39%，排名其后的是婚庆需求 19%和情侣赠礼 13%。从性别分布看，女性在自戴、婚庆需求、父亲/长辈赠礼、儿童赠礼等场景中占比均高于男性，分别为 95%/81%/35%/88%/82%，男性仅在情侣赠礼场景中以 65%的比例过半。

图 27：2022 年珠宝零售中不同消费场景占比



资料来源：世界黄金协会，天风证券研究所

图 28：2022 年珠宝零售主要消费场景中客户性别分布

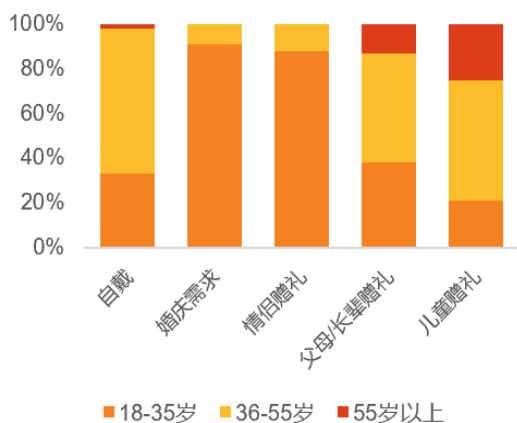


资料来源：世界黄金协会，天风证券研究所

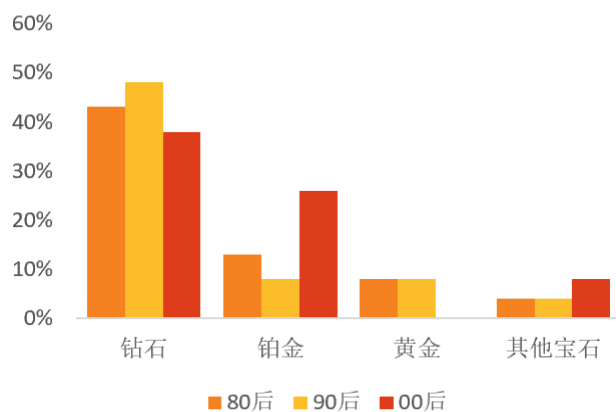
从年龄分布看，18-35 岁人群已在黄金珠宝消费中占有相当比例。18-35 岁珠宝消费者在婚庆需求、情侣赠礼场景中，分别占比 91%和 88%，比例很大，在自戴、父母长辈赠礼场景中，分别占比 33%和 38%，同样不容小觑，中国珠宝首饰消费群体逐渐年轻化。根据不同年龄层对不同珠宝品类的喜爱程度，消费群体的年轻化可能为钻石、铂金等品类的提升提供动力。

图 29：2022 年珠宝零售主要消费场景中客户年龄分布

图 30：2021 年不同年龄层对不同珠宝类型的喜爱程度



资料来源：世界黄金协会，天风证券研究所



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

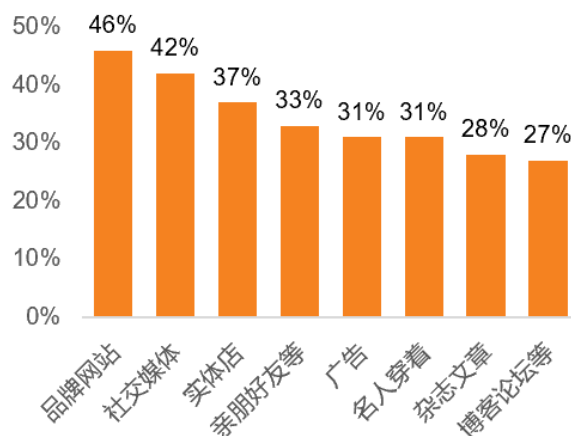
分线上线下看，国内线上首饰零售额占比逐步提升，2020 年达到 21.4%。珠宝首饰线上、线下的产品线存在较大差异，以钻石为例，根据上海钻石交易所，用于线上销售的产品多为单价较低、试戴要求不高的潮流饰品，单价较高的钻石饰品，消费者对线下渠道试戴需求较高。线上渠道能够在首饰消费的早期阶段起到推动作用。根据世界黄金协会，中国消费者，尤其是 Z 世代和千禧一代，会把品牌网站、社交媒体和博客作为其消费灵感的来源。

图 31：国内珠宝首饰线上线下零售额分布



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 32：珠宝消费灵感来源

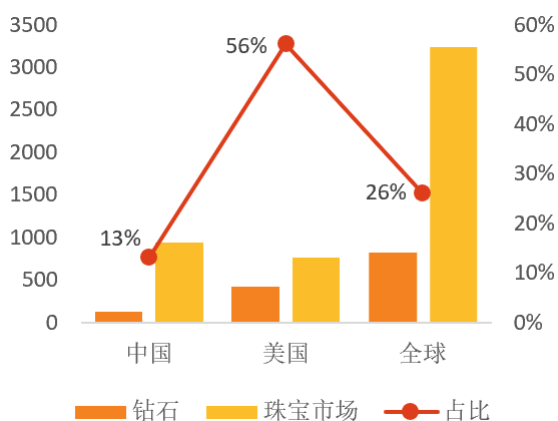


资料来源：世界黄金协会，天风证券研究所

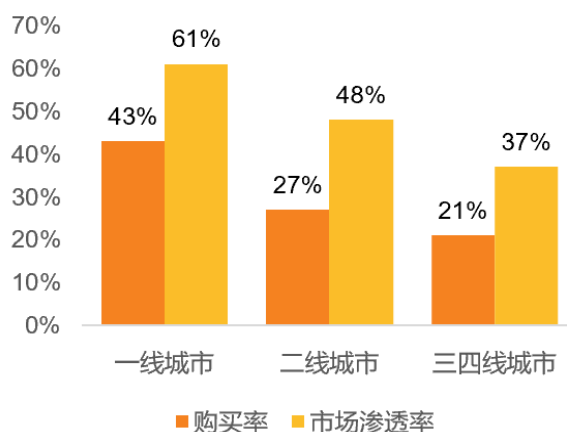
我国钻石市场虽然是仅次于美国的第二大市场，但根据中国钻石交易所数据，2019 年中国钻石市场仅占中国珠宝市场的 13%，与美国的 56%，全球的 26% 相比，存在提升空间。随着中国珠宝消费群体年轻化，以及珠宝企业在渠道开拓、产品设计等方面的提升，钻石市场有望迎来进一步提升。

图 33：钻石市场与珠宝市场规模（亿美元）

图 34：中国各线城市钻石购买率和渗透率



资料来源：欧睿国际，中国珠宝首饰行业协会，上海钻石交易所，天风证券研究所



资料来源：上海钻石交易所，天风证券研究所

2.3.2. 黄金兼具投资与消费属性

黄金饰品兼具投资及消费属性，2022 年黄金首饰消费占我国黄金整体消费比例为 65.3%，黄金首饰消费具备婚庆、悦己消费需求及社交需求属性。从投资角度来看，黄金又具备抵御通胀、规避风险、资产配置的功能。

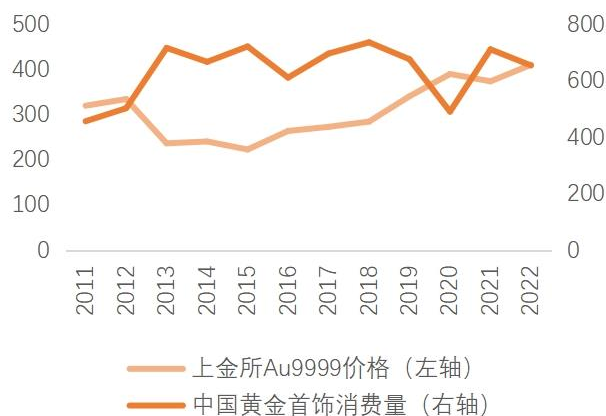
黄金价格上行周期与黄金珠宝消费呈现一定正相关，复盘 2011-2023 年黄金首饰消费量及金价的相关性，黄金珠宝消费量同比增速与上交所 Au9999 价格同比增速呈现正相关性。2013-2014 年黄金价格持续提升，黄金首饰消费亦呈现同比上涨趋势，2020、2021 年黄金价格同比分别同增 14.1%、同降 6.1%，2021、2022 年黄金首饰销售分别同比同增 45%、同降 8%。从销售量来看，伴随 2015 年以来黄金价格持续温和上涨，黄金首饰消费量在 2016-2021 年亦呈现持续提升，2020 年主要受到疫情影响。

图 35: 黄金首饰消费量同比变化和上海黄金交易所 Au9999 价格同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36: 黄金首饰消费量 (吨) 和上海黄金交易所 Au9999 价格 (元/克)

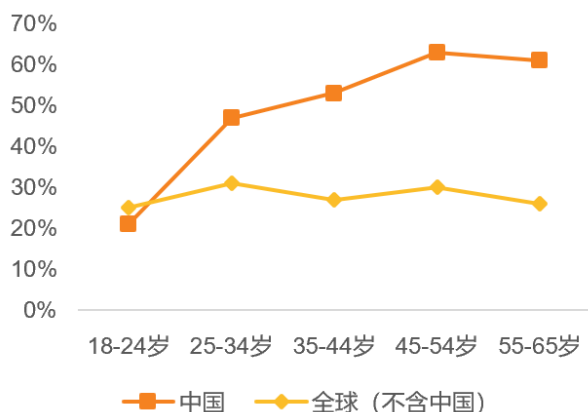


资料来源：Wind，天风证券研究所

黄金饰品由于具有保值属性及根植于传统文化，深受我国消费者青睐。相比全球其他国家，中国消费者更喜爱黄金饰品。根据世界黄金协会数据，中国 25-65 岁人群中最近 12 个月为自己购买过黄金饰品的比例均高于全球，仅 18-24 岁人群以 21% 低于全球的 25%。

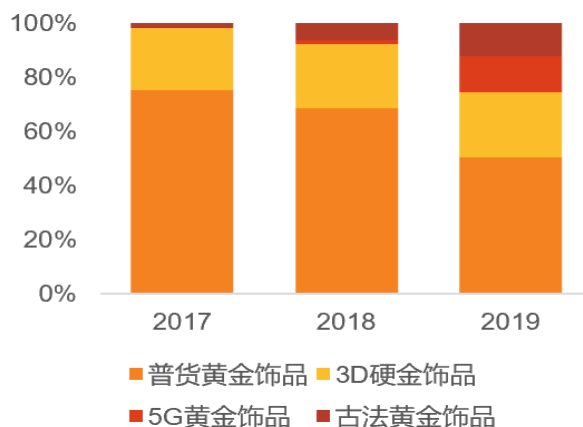
在普货黄金饰品的基础上，行业内逐步推出 3D 硬金、5G 黄金以及古法黄金饰品，以满足消费者对设计外观等方面的需求。其中从 2017 年到 2019 年，古法金产品的市场份额从 1.6% 提升到 12.17%，受到市场认可。古法金产品可以丰富消费者的选择，提升黄金饰品对年轻群体的吸引力。

图 37：中国和全球人群近 12 个月黄金饰品购买比例



资料来源：世界黄金协会，腾讯新闻，中国财富网，天风证券研究所

图 38：中国不同工艺黄金饰品市场份额



资料来源：《中国珠宝玉石首饰行业协会》毕立君、沙拿利、柳毅、卫祎恺、付尧、张晓敏，天风证券研究所

表 5：不同工艺黄金饰品的区别

产品品类	工艺	产品特点	主要消费群体
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高，易变形；款式单一。	覆盖范围广，消费人群年龄偏高，主要为三四线城市
3D 硬金饰品	现代机械加工工艺	密度小，为普通足金的 30%；硬度高，耐磨性高；极具立体感。	年轻时尚消费人群为主
5G 黄金饰品	现代机械加工工艺	密度高、耐磨性高、纯度高、韧性强、密度小；时尚感强、质感足。	年轻时尚消费人群为主
古法黄金饰品	传统古法手工制金工艺为主 现代机械加工工艺为辅	无接头和焊点，细节更精致、风格古色古香，平均客单价较高。	覆盖范围广，主要人群为 30-45 岁人群

资料来源：《中国珠宝玉石首饰行业协会》毕立君、沙拿利、柳毅、卫祎恺、付尧、张晓敏，天风证券研究所

3. 产品聚焦差异化需求，渠道多元化拓展

3.1. 产品：“金银细工”打造独家优势，数控化工厂提高生产效率

3.1.1. 产品矩阵丰富，“金银细工”打造独家优势

产品矩阵丰富，以黄金为主。公司主要产品包括黄金、白银、铂金、钻石、白玉、翡翠、珍珠、金镶玉、有色宝石、珐琅、红珊瑚、K 金眼镜、钟表、工艺旅游纪念品等。截止 2022 年底，销售占比最大的仍是素金类产品，公司不断丰富产品结构，满足消费者多元化需求。

图 39：公司主要产品矩阵

产品品类		产品示意图		产品品类	产品示意图	产品品类	产品示意图
黄金	足金			翡翠	 弥勒佛 吉祥富贵镯	K 金	 K 金眼镜 K 金项链
	古法金			珊瑚	 珊瑚项链 珊瑚摆件	铂金	
	金银细工	 奔马 	镶宝足金葫芦	珠宝镶嵌	 金镶玉	腕表	 老凤祥腕表
	IP 系列	 迪士尼小熊维尼系列 	迪士尼米奇系列	珍珠	 珍珠耳环 珍珠项链	眼镜	 太阳镜

资料来源：公司官网、老凤祥微信公众号、京东老凤祥金银首饰工作室、天风证券研究所

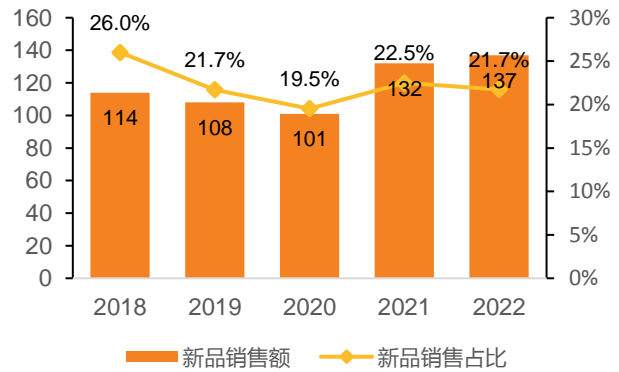
新品稳定迭代，产品矩阵不断完善。2018-2022 年公司新品销售额呈增长趋势，新品销售占比维持在 20%左右，2020-2022 年产品更新率均在 25%以上。2022 年，公司为满足不同细分市场的消费者需求，以“五五购物节”为契机，举行“老凤祥藏宝金”高端品牌首发式，进一步完善高端品牌矩阵。

图 40：老凤祥藏宝金系列



资料来源：老凤祥微信公众号、天风证券研究所

图 41：2018-2022 年公司新品销售额（亿元）及销售占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

金银细工技艺打造差异化产品优势。老凤祥金银细工制作技艺于 2008 年荣列“国家级非物质文化遗产”名录，金银首饰镶嵌技艺被认定为“上海市优秀传统文化”，具有独家优势。

图 42：金银细工制作技艺



资料来源：公司官网、天风证券研究所

3.1.2. 数控化工厂提高生产效率，重视研发创新

数控化工厂突破传统手工加工，提高生产效率。公司在 2014 年和 2017 年分别成立“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，有效提升生产效率、加工精度和产品实物质量。2022 年，公司新设老凤祥(海南)黄金珠宝时尚创意中心有限公司，建设完成并投产运营，与东莞生产基地形成互补互动。

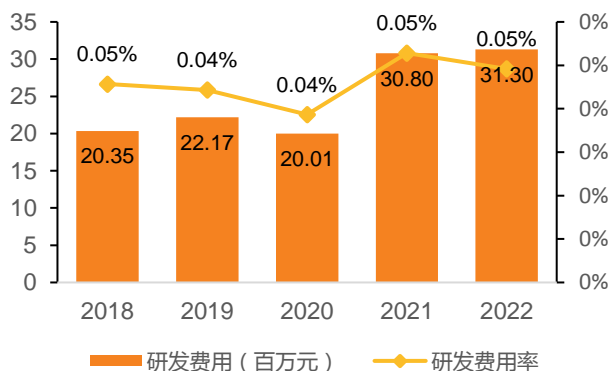
重视研发创新，研发投入不断加大。2018-2022 年公司研发费用率稳定维持在 0.04%-0.05% 左右，同期研发费用分别为 2035/2217/2001/3080/3130 万元，研发投入稳定增长。22 年东莞生产基地通过重组研发中心、拓宽 CNC 车间等方式，提升设计创新能力。

图 43：老凤祥东莞珠宝首饰有限公司自动化生产



资料来源：第一地产公众号、天风证券研究所

图 44：2018-2022 年公司研发费用（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

拥有高水平设计研发团队。截止 2022 年底，公司拥有国家级工艺美术大师 10 人、上海市级工艺美术大师 12 人，中高级人才数量在业内领先。同时持续推进“凤翔计划”，紧抓专技人才培养和青年人才培养，两年来新增中高级专业人员 48 人，较上一轮改革新增 16 人再增长 200%。

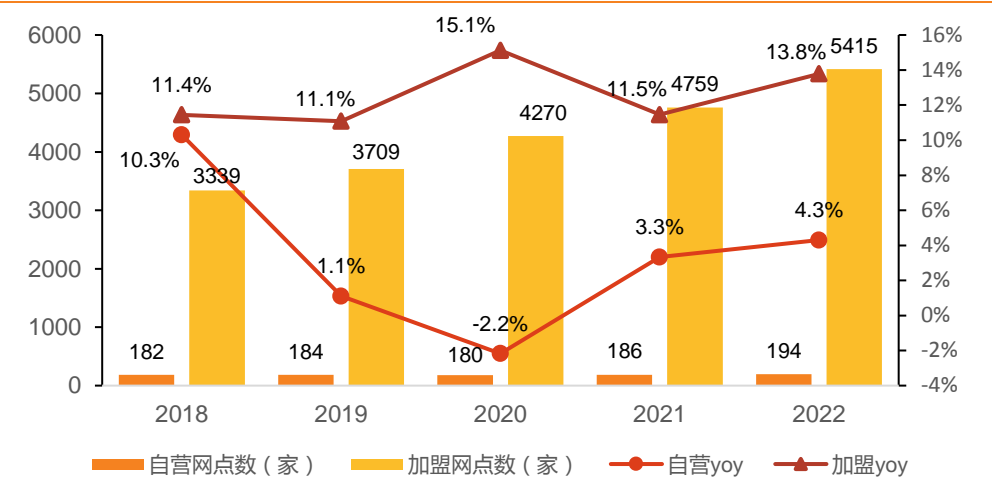
3.2. 渠道：铺设多元化，立体营销优势显著

3.2.1. “五位一体”立体营销，网点数量持续上升

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，网点数量不断上升。截至 2022 年底，公司营销网点 5609 家（含海外银楼 15 家），其中自营银楼和网点 194 家，连锁加盟店 5415 家，门店模式以连锁加盟为主。2018-2022 年公司营销网点数为 3521/3893/4450/4945/5609 家，yoy+10.9%/10.6%/14.3%/11.1%/13.4%，其中加

盟网点 3339/3709/4270/4759/5415 家, yoy+11.4%/+11.1%/+15.1%/+11.5%/+13.8%, 门店数量稳定增长, 自营网点数为 182/184/180/186/194 家, yoy+10.3%/+1.1%/-2.2%/+3.3%/+4.3%, 门店数量稳中有增。

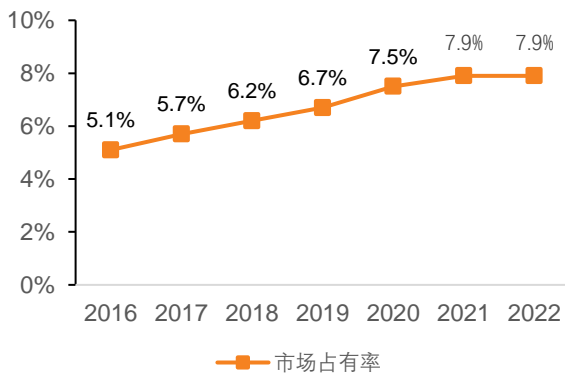
图 45: 2018-2022 年营销网点数量及增速



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

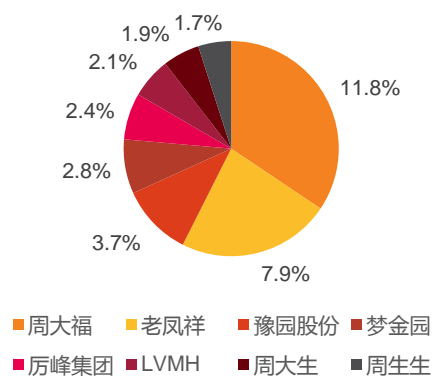
渠道持续下沉, 市占率稳步提升。公司持续推进渠道下沉、做精做细市场, 不断提升市场覆盖面和占有率。据欧睿国际数据, 2022 年公司市占率为 7.9%, 位居行业第二。2016-2022 年公司在黄金珠宝行业市占率由 5.1% 增长至 7.9%, 市占率稳步提升。

图 46: 2016-2022 年公司市占率



资料来源: 欧睿国际数据、天风证券研究所

图 47: 2022 年国内黄金珠宝行业前八企业市占率



资料来源: 欧睿国际数据、天风证券研究所

3.2.2. 线上渠道多元化, 寻找新增长点

线上渠道多元化, 吸引年轻消费者。线上渠道方面, 通过会员商城、电视购物、微信公众号、抖音、小红书等渠道吸引年轻消费者。公司邀请陈数作为品牌形象代言人推广宣传, 通过“新品开箱”、“新店祝贺视频”、“与‘数’同款”等主题活动进行线上引流, 扩大品牌影响力。

开拓海外业务, 寻找新增长点。2018-2022 年公司海外银楼分别为 19/19/19/16/15 家, 总体数量稳中有降, 公司通过调整门店布局、加强线上销售、压缩租金成本等举措, 经营效率有效提升。2022 年美国法拉盛店实现盈利, 2022 年 10 月加拿大列治文店开始盈利。同时, 公司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, 以老凤祥香港公司、海南公司为桥梁, 打通境内外循环瓶颈, 积极推进 RCEP (东盟) 区域市场拓展, 打开未来发展空间。

图 48：陈数代言老凤祥新品



资料来源：老凤祥微信公众号、天风证券研究所

图 49：海外银楼数量（家）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测与总结

4.1. 盈利预测

公司作为黄金行业龙头，悠久历史成就品牌经典，产品结构不断优化，扩大非金首饰市场份额；网点布局提速，规模优势突出，渠道下沉持续推进，有望抓住后疫情时代发展机遇，进一步提升市占率。考虑到公司 22 年利润同比下降，我们调整盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 21/24/28 亿元（23/24 年原值分别为 23.5/26.2 亿元），分别对应 16x/14x/12x PE，维持“买入”评级。

表 6：盈利预测与收入拆分表（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	49628.66	51721.50	58690.77	63010.14	73890.13	84567.56	96046.56
yoy	13.3%	4.2%	13.5%	7.4%	17.3%	14.5%	13.6%
毛利率	8.5%	8.2%	7.8%	7.6%	7.8%	7.9%	7.9%
珠宝首饰	37104.51	38078.68	46859.67	50361.65	59397.84	68651.22	78563.76
yoy	9.8%	2.6%	23.1%	7.5%	17.9%	15.6%	14.4%
毛利率	10.3%	10.1%	9.0%	9.1%	9.3%	9.3%	9.3%
黄金交易	10859.03	13015.21	11208.15	12082.53	13894.91	15284.40	16812.84
yoy	88.9%	19.9%	-13.9%	7.8%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	1.2%	1.3%	0.7%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
工艺品销售	103.20	83.94	91.92	91.89	91.89	91.89	91.89
yoy	-15.0%	-18.7%	9.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.6%	19.7%	21.8%	17.5%	20.0%	20.0%	20.0%
笔类	306.62	243.21	259.77	203.67	224.03	246.44	271.08
yoy	0.0%	-20.7%	6.8%	-21.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	38.5%	32.7%	38.4%	32.8%	35.0%	35.0%	35.0%
商贸	143.19	136.28	73.78	110.49	121.54	133.69	147.06
yoy	-5.8%	-4.8%	-45.9%	49.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	2.3%	1.7%	2.2%	0.9%	2.0%	2.0%	2.0%

其他	24.46	26.58	26.32	18.32	18.32	18.32	18.32
yoy	-23.4%	8.7%	-1.0%	-30.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	51.2%	46.5%	37.1%	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 风险提示

- 宏观环境及政策变化风险：2023 年首饰珠宝行业受世界政治经济跌宕起伏、行业消费增速降缓等因素影响，公司业绩增长具有不确定性。
- 拓店速度不及预期：若公司前期营销布局未达目标，拓店速度不及预期，可能导致公司业绩增速放缓。
- 金价与汇率波动风险：公司目前销售占比最大的是素金类产品，2023 年世界金融和贸易风险仍处于易发期，黄金和汇率走势存在较大不确定性，可能影响公司经营。
- 存货管理风险：公司存货主要为黄金、铂金、白银、钻石、翡翠、白玉等原材料，以及镶嵌首饰、贵金属首饰等库存商品。黄金原材料及库存商品随着国际金价和珠宝原料价格大幅波动，可能带来存货管理风险。
- 公司近期曾出现股价异动：公司股票于 2023 年 4 月 27 日、4 月 28 日、5 月 4 日连续 3 个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%，属于股票交易异常波动情形。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,045.77	5,576.99	7,860.82	6,765.40	7,683.72	营业收入	58,690.77	63,010.14	73,890.13	84,567.56	96,046.56
应收票据及应收账款	177.29	812.24	386.34	508.38	667.92	营业成本	54,130.01	58,232.91	68,106.98	77,908.81	88,449.41
预付账款	38.84	41.95	75.55	50.87	88.74	营业税金及附加	232.06	215.81	249.25	303.10	332.40
存货	12,548.77	16,799.23	17,254.26	21,700.15	22,524.56	销售费用	797.15	828.91	986.07	1,129.89	1,276.17
其他	1,200.00	1,516.60	1,526.07	1,376.34	1,489.91	管理费用	401.69	401.96	529.09	574.61	651.02
流动资产合计	21,010.68	24,747.01	27,103.03	30,401.14	32,454.85	研发费用	30.80	31.30	34.69	42.03	46.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	266.55	204.30	242.33	352.89	369.39
固定资产	343.45	334.37	298.24	261.87	225.25	资产/信用减值损失	(4.63)	(33.95)	(16.23)	(18.27)	(22.82)
在建工程	36.52	45.99	50.99	55.99	60.99	公允价值变动收益	(17.55)	(103.40)	0.00	0.00	0.00
无形资产	57.95	56.15	43.09	29.52	15.95	投资净收益	13.87	(65.75)	(9.44)	(20.44)	(31.87)
其他	826.26	821.31	790.95	761.07	759.81	其他	(391.61)	280.78	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,264.18	1,257.83	1,183.27	1,108.45	1,062.01	营业利润	3,232.42	3,017.28	3,716.05	4,217.53	4,866.63
资产总计	22,274.86	26,004.84	28,286.30	31,509.59	33,516.86	营业外收入	12.20	13.35	12.82	12.79	12.98
短期借款	7,714.35	6,893.25	5,859.27	6,505.69	4,325.63	营业外支出	3.00	2.64	7.09	4.25	4.66
应付票据及应付账款	524.14	814.98	608.12	1,013.70	894.09	利润总额	3,241.62	3,027.98	3,721.77	4,226.07	4,874.96
其他	1,667.77	5,486.01	6,368.28	5,652.97	6,316.25	所得税	794.37	760.13	936.02	1,053.12	1,221.55
流动负债合计	9,906.26	13,194.25	12,835.66	13,172.36	11,535.97	净利润	2,447.24	2,267.85	2,785.76	3,172.95	3,653.41
长期借款	900.00	200.00	500.00	300.00	300.00	少数股东损益	570.94	567.51	666.92	764.62	889.76
应付债券	0.00	0.00	100.00	33.33	44.44	归属于母公司净利润	1,876.31	1,700.34	2,118.84	2,408.33	2,763.65
其他	414.52	360.35	360.00	340.00	320.00	每股收益(元)	3.59	3.25	4.05	4.60	5.28
非流动负债合计	1,314.52	560.35	960.00	673.33	664.44						
负债合计	11,416.21	14,023.37	13,795.66	13,845.70	12,200.41	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1,667.51	1,853.41	2,453.63	3,218.25	4,108.01	成长能力					
股本	523.12	523.12	523.12	523.12	523.12	营业收入	13.47%	7.36%	17.27%	14.45%	13.57%
资本公积	467.41	467.41	467.41	467.41	467.41	营业利润	15.56%	-6.66%	23.16%	13.49%	15.39%
留存收益	8,194.92	9,136.74	11,043.70	13,452.03	16,215.68	归属于母公司净利润	18.30%	-9.38%	24.61%	13.66%	14.75%
其他	5.69	0.80	2.78	3.09	2.22	获利能力					
股东权益合计	10,858.65	11,981.47	14,490.64	17,663.90	21,316.44	毛利率	7.77%	7.58%	7.83%	7.87%	7.91%
负债和股东权益总计	22,274.86	26,004.84	28,286.30	31,509.59	33,516.86	净利率	3.20%	2.70%	2.87%	2.85%	2.88%
						ROE	20.41%	16.79%	17.60%	16.67%	16.06%
						ROIC	23.37%	20.41%	21.54%	25.48%	21.99%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	51.25%	53.93%	48.77%	43.94%	36.40%
净利润	2,447.24	2,267.85	2,118.84	2,408.33	2,763.65	净负债率	19.74%	23.60%	-0.01%	6.62%	-8.18%
折旧摊销	67.40	74.60	44.19	44.94	45.19	流动比率	2.08	1.84	2.11	2.31	2.81
财务费用	329.80	328.58	242.33	352.89	369.39	速动比率	0.84	0.59	0.77	0.66	0.86
投资损失	(13.87)	65.75	9.44	20.44	31.87	营运能力					
营运资金变动	(594.40)	(2,285.72)	275.98	(4,388.90)	(783.95)	应收账款周转率	358.53	127.35	123.30	189.04	163.30
其它	(246.40)	513.02	666.92	764.62	889.76	存货周转率	4.80	4.29	4.34	4.34	4.34
经营活动现金流	1,989.78	964.08	3,357.69	(797.69)	3,315.92	总资产周转率	2.81	2.61	2.72	2.83	2.95
资本支出	(319.62)	97.82	0.35	20.00	20.00	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	3.59	3.25	4.05	4.60	5.28
其他	336.27	(150.52)	(9.79)	(40.44)	(51.87)	每股经营现金流	3.80	1.84	6.42	-1.52	6.34
投资活动现金流	16.65	(52.70)	(9.44)	(20.44)	(31.87)	每股净资产	17.57	19.36	23.01	27.61	32.90
债权融资	789.29	(988.96)	(787.84)	(277.59)	(2,364.85)	估值比率					
股权融资	(754.69)	(4.89)	(276.59)	0.31	(0.87)	市盈率	17.92	19.78	15.87	13.96	12.17
其他	(594.37)	(1,364.96)	0.00	(0.00)	0.00	市净率	3.66	3.32	2.79	2.33	1.95
筹资活动现金流	(559.78)	(2,358.82)	(1,064.43)	(277.29)	(2,365.72)	EV/EBITDA	8.39	8.11	8.72	7.98	6.59
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.50	8.22	8.81	8.06	6.65
现金净增加额	1,446.65	(1,447.43)	2,283.83	(1,095.41)	918.32						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com