

23Q2 扣非归母净利同比+30%，股权转让进展顺利

2023 年 08 月 28 日

➤ **事件概述：**公司披露 2023 年中报，23H1，实现营业收入 403.44 亿元，同比+19.57%，归母净利润为 12.73 亿元，同比+42.95%，扣非归母净利润为 12.92 亿元，同比+44.37%。单 Q2 营业收入为 157.85 亿元，同比+3.18%；归母净利润为 5.57 亿元，同比+15.10%，扣非归母净利润为 5.59 亿元，同比+30.28%。

➤ **黄金珠宝首饰贡献主要收入来源，23H1 开店速度有所放缓。**23H1，公司实现营收 403.44 亿元，同比+19.57%，主要系黄金珠宝首饰销售增加。①**分产品看：**23H1，珠宝首饰、黄金交易、工艺品销售、商贸、笔类收入为 356.04、43.51、0.68、0.77、0.98 亿元，同比+21.78%、+2.19%、+36.88%、+76.10%、+85.15%，占主营业务收入的比例为 88.54%、10.82%、0.17%、0.19%、0.24%。②**终端渠道：**23H1，老凤祥共计拥有营销网点达到 5631 家（含海外银楼 15 家），较 2022 年末净增加 22 家，23H1 开店速度对比往年有所放缓（22H1 净增加 110 家营销网点）。

➤ **金价上行带动毛利率提升，扣非归母净利润增速快于归母净利。**①**毛利率端：**23H1，公司毛利率为 8.46%，同比+0.77pct，分产品看，经营珠宝首饰、铅笔、工艺品毛利率分别为 7.91%、24.30%、6.79%，分别同比+0.53pct、-3.08pct、+0.10pct（按照报告分部的财务信息计算，未考虑分部间抵销）；23Q2，毛利率为 9.14%，同比+1.67pct，主要因 23H1 黄金价格处于高位，22 年末的黄金存货以现行金价进行产品销售时带来的相应的毛利率上行。②**费率端：**23H1，公司销售费率、管理费率、研发费率分别为 1.40%、0.61%、0.04%，同比+0.11%、+0.01%、+0.0005pct；23Q2，公司的销售费率/管理费率/研发费率分别为 1.38%、0.62%、0.06%，分别同比+0.34%、+0.04%、+0.01pct；销售费用增加因 23H1 支付工资社保、福利费以及广告投入增加所致。③**利润端：**23H1，归母净利润为 12.73 亿元，同比+42.95%，扣非归母净利润为 12.92 亿元，同比+44.37%，因存在正常经营业务相关的套期保值业务等非经常性损益，扣非归母净利润增速高于归母净利润。23Q2，归母净利润为 5.57 亿元，同比+15.10%，而扣非归母净利同比+30.28%至 5.59 亿元，主要系 22Q2 计入当期损益的政府补助（7613 万元），对非经常性损益影响较大。23H1，净利率为 4.22%，同比+0.67pct；23Q2，净利率为 4.74%，同比+0.55pct；扣非归母净利率同比+0.67pct 至 5.21%，④**控股二子公司经营业绩表现较好：**23H1，老凤祥有限的收入与利润总额为 400.81 与 20.97 亿元，分别同比+19.10%与+32.05%；第一铅笔主营各种笔及配套文教用品，其收入与利润总额分别为 9675 与 30214 万元（22H1 收入与利润总额为 5029 与-910 万元），收入增速较快，且利润实现扭亏为盈。

➤ **公告放弃工艺美术基金 8.22%老凤祥有限非国有股权的优先购买权，股权转让进展顺利。**8 月 27 日，公司披露股权转让交易进展。①**央视融媒体：**与工艺美术基金办理了老凤祥有限 1.50%股权的工商变更登记手续；②**海南金悦晓：**正在办理受让的老凤祥有限 5.58%股权的工商变更登记手续，目前尚未完成；③**江苏老字号产业投资基金：**因战略投资决策等内部原因解除《股权转让协议》；④**东方明珠：**受让老凤祥有限部分股权事宜正在进行中。⑤**公告放弃 8.22%老凤祥有限的非国有股权优先购买权：**工艺美术基金拟将其持有的老凤祥有限 8.22%非国有股权分别转让给中保投仁祥基金、国改二期基金、国新资产、国新上海、安徽中安优选壹号、宁波君和同祥，股权转让金额合计 16.81 亿元。预计全部股权转让工商登记完成后老凤祥有限股权结构如下：老凤祥股份（57.51%）、第一铅笔（20.50%）、海南金悦晓（5.58%）、工艺美术基金（4.25%）、国新资产（2.44%）、东方明珠（2.44%）、宁波君和同祥（2.05%）、央视融媒体（1.50%）、中保投仁祥基金（1.29%）、国新上海（0.98%）、国改二期基金（0.98%）、安徽中安优选壹号（0.49%）。

➤ **投资建议：**预计 23-25 年实现营收 742.34、842.48、943.60 亿元，同比+17.8%、+13.5%、+12.0%；归母净利润分别为 21.32、25.16 与 28.66 亿元，同比+25.4%、+18.0%与+13.9%，对应 PE 16/13/12 倍，维持“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	2132	2516	2866
增长率（%）	-9.4	25.4	18.0	13.9
每股收益（元）	3.25	4.08	4.81	5.48
PE	20	16	13	12
PB	3.3	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

63.94 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

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1.老凤祥 (600612.SH) 动态报告：栉风沐雨百余载，珠宝老字号焕发新活力-2023/05/10

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	320	359
销售费用	829	1024	1163	1302
管理费用	402	483	548	613
研发费用	31	48	67	75
EBIT	3392	4043	4672	5286
财务费用	204	215	172	160
资产减值损失	-3	-10	-10	-10
投资收益	-66	0	0	0
营业利润	3017	3816	4492	5118
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	3028	3816	4492	5118
所得税	760	965	1137	1295
净利润	2268	2850	3356	3823
归属于母公司净利润	1700	2132	2516	2866
EBITDA	3626	4285	4960	5591

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5577	9496	10418	13645
应收账款及票据	812	478	239	194
预付款项	42	48	54	61
存货	16799	16855	16560	16159
其他流动资产	1517	615	614	615
流动资产合计	24747	27493	27885	30674
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	334	379	419	458
无形资产	56	61	65	69
非流动资产合计	1258	1294	1334	1401
资产合计	26005	28787	29219	32076
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	6611	4591	4703
流动负债合计	13463	14164	12230	12429
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	360	360	328	293
非流动负债合计	560	560	528	493
负债合计	14023	14724	12758	12922
股本	523	523	523	523
少数股东权益	1853	2572	3411	4368
股东权益合计	11981	14063	16461	19154
负债和股东权益合计	26005	28787	29219	32076

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	19.19	15.57	13.13
净利润增长率	-9.38	25.39	18.01	13.92
盈利能力 (%)				
毛利率	7.58	7.86	7.96	8.02
净利率	2.70	2.87	2.99	3.04
总资产收益率 ROA	6.54	7.41	8.61	8.94
净资产收益率 ROE	16.79	18.55	19.28	19.39
偿债能力				
流动比率	1.84	1.94	2.28	2.47
速动比率	0.49	0.72	0.89	1.13
现金比率	0.41	0.67	0.85	1.10
资产负债率 (%)	53.93	51.15	43.66	40.29
经营效率				
应收账款周转天数	2.56	2.50	1.10	0.80
存货周转天数	105.30	90.00	78.00	68.00
总资产周转率	2.61	2.71	2.90	3.08
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	4.08	4.81	5.48
每股净资产	19.36	21.97	24.95	28.26
每股经营现金流	1.84	8.51	8.90	9.63
每股股利	1.46	1.83	2.16	2.46
估值分析				
PE	20	16	13	12
PB	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	7.99	6.76	5.84	5.18
股息收益率 (%)	2.28	2.86	3.38	3.85

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2268	2850	3356	3823
折旧和摊销	234	242	287	305
营运资金变动	-2027	1002	714	614
经营活动现金流	964	4454	4656	5037
资本开支	-74	-161	-167	-180
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	-53	-161	-167	-180
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-784	832	-2144	0
筹资活动现金流	-2359	-373	-3568	-1630
现金净流量	-1469	3919	921	3227

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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