

老凤祥（600612.SH）

单三季度归母净利润增长 48.52%，继续深化机制优化

买入

核心观点

整体业绩增长优异，归母净利润增速较高。公司前三季度营收 620.66 亿元，同比+15.93%，归母净利润 19.64 亿元，同比+44.87%。单三季度看，公司实现营收 217.22 亿元，同比+9.72%，归母净利润 6.92 亿元，同比+48.52%，扣非净利润 6.87 亿元，同比+43.29%。整体业绩表现亮眼，预计受益金价上行、公司自身产品力提升和黄金珠宝消费复苏带来的增长。

此外，公司在季内进一步推进子公司上海老凤祥的股权优化，包括拟引入东方明珠为股东，发挥东方明珠的文化媒体、渠道等资源优势，进一步挖掘提升老凤祥的渠道营销能力及终端品牌影响力。

三季度毛利率提升 0.83pct，销售费用率优化。公司单三季度毛利率同比+0.83pct 至 7.5%，预计受益金价抬升及公司品牌和产品设计力强化。公司单三季度销售费用率同比-0.48pct 至 0.89%，实现进一步优化；管理费用率 0.48%，基本稳定。前三季度存货周转天数 56.62 天，基本稳定；实现经营性现金流净额 71.44 亿元，同比+120%，现金流状况良好。

风险提示：门店拓展不及预期；金价大幅波动；子公司股权优化不及预期

投资建议：公司作为行业龙头，今年以来整体受益黄金珠宝产品的消费增长以及金价上行。中长期看，行业集中度有望进一步提升，公司自身在渠道端持续推进加盟扩张以扩大市场份额，产品端持续提升研发设计能力，以及持续深化体制改革，实现经营效益进一步释放。考虑居民保值性消费需求提升对黄金珠宝动销的推动，以及公司组织管理提升下的费用优化，我们略上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 23.7/27.89/31.75 亿元（前值分别为 22.61/26.86/30.57 亿元），对应 PE 分别为 12.5/10.6/9.3 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	58,690.77	63,010.14	76,019.88	87,092.99	96,851.55
(+/-%)	13.47%	7.36%	20.65%	14.57%	11.20%
净利润(百万元)	1876.31	1700.34	2370.01	2788.73	3174.76
(+/-%)	18.30%	-9.38%	39.38%	17.67%	13.84%
每股收益(元)	3.59	3.25	4.53	5.33	6.07
EBIT Margin	5.28%	5.24%	5.98%	6.12%	6.28%
净资产收益率 (ROE)	20.41%	16.79%	22.19%	24.61%	26.46%
市盈率 (PE)	15.79	17.43	12.50	10.62	9.33
EV/EBITDA	13.06	13.05	9.81	8.74	7.90
市净率 (PB)	3.22	2.93	2.77	2.61	2.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

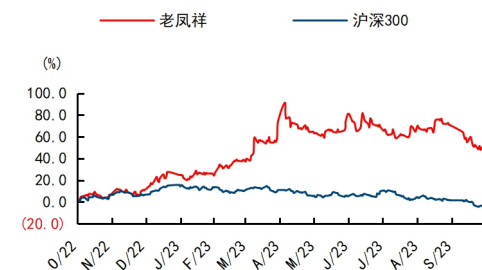
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	56.64 元
总市值/流通市值	29629/29629 百万元
52 周最高价/最低价	74.57/38.00 元
近 3 个月日均成交额	96.30 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

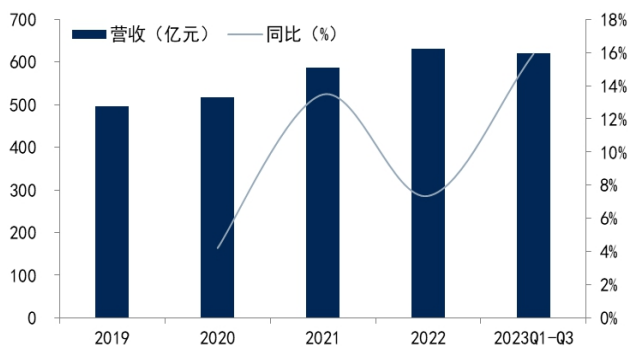
相关研究报告

- 《老凤祥（600612.SH）-上半年归母净利润同比增长 43%，持续推进机制优化》——2023-08-28
- 《老凤祥（600612.SH）-子公司拟引入东方明珠为股东，加强渠道、营销合作》——2023-07-13
- 《老凤祥（600612.SH）-一季度利润增长 76%，持续推进渠道扩张及产品建设》——2023-04-28
- 《老凤祥（600612.SH）-百年品牌底蕴深厚，渠道及产品力推动长期成长》——2023-04-18
- 《老凤祥（600612.SH）-三季度业绩稳健正增长，展现龙头经营韧性》——2022-10-28

公司前三季度营收 620.66 亿元，同比+15.93%，归母净利润 19.64 亿元，同比+44.87%。单三季度看，公司实现营收 217.22 亿元，同比+9.72%，归母净利润 6.92 亿元，同比+48.52%，扣非净利润 6.87 亿元，同比+43.29%。公司整体业绩表现亮眼，预计受益金价上行、公司自身产品力提升和黄金珠宝消费复苏带来的增长。

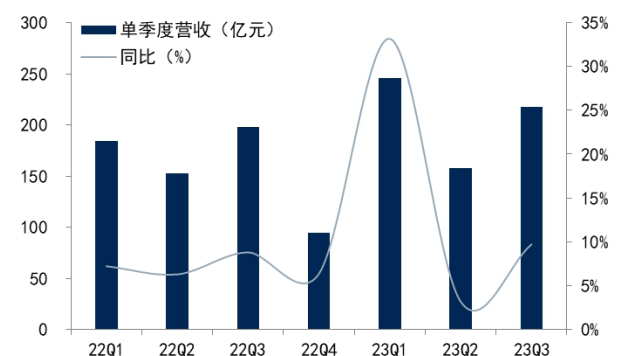
此外，公司在季内进一步推进子公司上海老凤祥的股权优化，包括拟引入东方明珠为股东，发挥东方明珠的文化媒体、渠道等资源优势，进一步挖掘提升老凤祥的渠道营销能力及终端品牌影响力。

图1：老凤祥营业收入及增速（单位：亿元、%）



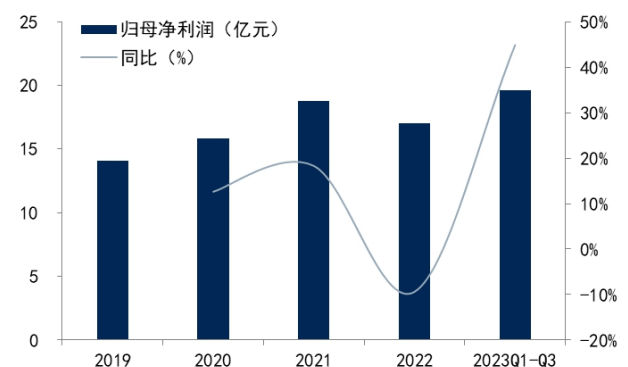
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：老凤祥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



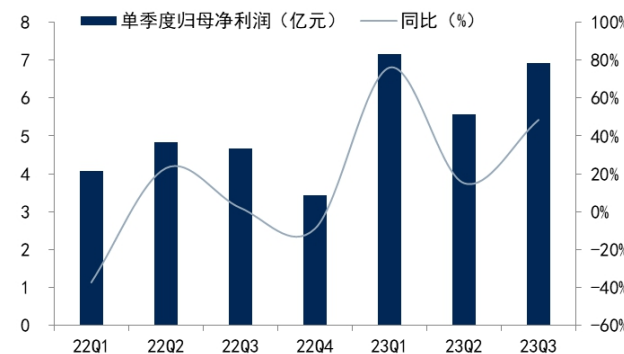
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：老凤祥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



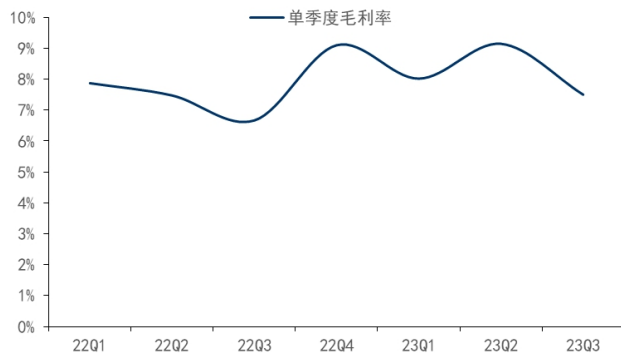
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：老凤祥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

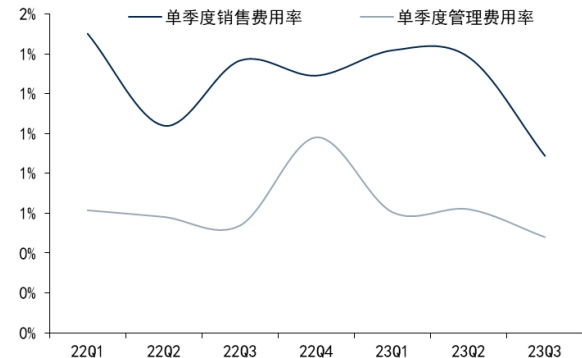


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主要财务数据方面，公司单三季度毛利率同比+0.83pct 至 7.5%，预计受益金价抬升及公司品牌及产品设计力强化。单三季度销售费用率同比-0.48pct 至 0.89%，实现进一步优化；管理费用率 0.48%，基本稳定。前三季度存货周转天数 56.62 天，基本稳定；实现经营性现金流净额 71.44 亿元，同比+120%，现金流状况良好。

图5: 老凤祥季度毛利率 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 老凤祥季度销售/管理费用率情况 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司作为行业龙头, 今年以来整体受益黄金珠宝产品的消费增长以及金价上行。中长期看, 行业集中度有望进一步提升, 公司自身在渠道端持续推进加盟扩张以扩大市场份额, 产品端持续提升研发设计能力, 以及持续深化体制改革, 实现经营效益进一步释放。考虑居民保值性消费需求提升对黄金珠宝动销的推动, 以及公司组织管理提升下的费用优化, 我们略上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 23.7/27.89/31.75 亿元 (前值分别为 22.61/26.86/30.57 亿元), 对应 PE 分别为 12.5/10.6/9.3 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23-10-26)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
002867.SZ	周大生	16.09	176.33	1.00	1.30	1.58	1.83	14.10	12.38	10.18	8.79	18.05	0.41	买入
600612.SH	老凤祥	56.64	225.76	3.25	4.53	5.33	6.07	13.17	12.50	10.62	9.33	16.79	0.32	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7046	5577	7200	7200	7200	营业收入	58691	63010	76020	87093	96852
应收款项	201	842	625	477	874	营业成本	54130	58233	69909	79969	88791
存货净额	12549	16799	17235	19716	21892	营业税金及附加	232	216	25	32	38
其他流动资产	862	1298	1520	2177	1937	销售费用	797	829	1011	1153	1270
流动资产合计	21011	24747	26811	29802	32134	管理费用	402	402	493	562	624
固定资产	380	380	342	293	243	研发费用	31	31	38	43	48
无形资产及其他	58	56	54	52	49	财务费用	267	204	258	320	371
投资性房地产	826	821	821	821	821	投资收益	14	(66)	0	0	0
长期股权投资	0	0	2	4	6	资产减值及公允价值变动	(22)	(107)	(62)	(63)	(60)
资产总计	22275	26005	28031	30971	33253	其他收入	377	63	(38)	(43)	(48)
短期借款及交易性金融负债	8289	8205	9898	11853	12176	营业利润	3232	3017	4224	4950	5649
应付款项	524	815	1053	1031	1240	营业外净收支	9	11	0	0	0
其他流动负债	1288	4443	3713	3730	4534	利润总额	3242	3028	4224	4950	5649
流动负债合计	10102	13463	14664	16613	17950	所得税费用	794	760	1062	1234	1416
长期借款及应付债券	900	200	200	200	200	少数股东损益	571	568	792	928	1059
其他长期负债	415	360	449	573	626	归属于母公司净利润	1876	1700	2370	2789	3175
长期负债合计	1315	560	649	773	826	现金流量表（百万元）					
负债合计	11416	14023	15313	17386	18775	净利润	1876	1700	2370	2789	3175
少数股东权益	1668	1853	2038	2254	2478	资产减值准备	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)
股东权益	9191	10128	10680	11331	12000	折旧摊销	44	45	39	44	47
负债和股东权益总计	22275	26005	28031	30971	33253	公允价值变动损失	22	107	62	63	60
关键财务与估值指标						财务费用	267	204	258	320	371
每股收益	3.59	3.25	4.53	5.33	6.07	营运资本变动	(1030)	(1931)	(845)	(2873)	(1266)
每股红利	2.50	2.71	3.48	4.09	4.79	其它	173	95	184	217	224
每股净资产	17.57	19.36	20.42	21.66	22.94	经营活动现金流	1084	16	1810	240	2239
ROIC	11.59%	11.65%	15%	16%	16%	资本开支	0	66	(60)	(55)	(55)
ROE	20.41%	16.79%	22%	25%	26%	其它投资现金流	(58)	122	0	0	0
毛利率	8%	8%	8%	8%	8%	投资活动现金流	(58)	187	(62)	(57)	(57)
EBIT Margin	5%	5%	6%	6%	6%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	0	(700)	0	0	0
收入增长	13%	7%	21%	15%	11%	支付股利、利息	(1310)	(1418)	(1819)	(2137)	(2505)
净利润增长率	18%	-9%	39%	18%	14%	其它融资现金流	3034	2564	1693	1955	323
资产负债率	59%	61%	62%	63%	64%	融资活动现金流	415	(1672)	(125)	(183)	(2182)
股息率	4.4%	4.8%	6.1%	7.2%	8.5%	现金净变动	1441	(1469)	1623	0	0
P/E	15.8	17.4	12.5	10.6	9.3	货币资金的期初余额	5605	7046	5577	7200	7200
P/B	3.2	2.9	2.8	2.6	2.5	货币资金的期末余额	7046	5577	7200	7200	7200
EV/EBITDA	13.1	13.1	9.8	8.7	7.9	企业自由现金流	0	651	2536	1120	3283
						权益自由现金流	0	2514	4036	2835	3328

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032