

毛利率提升与费用控制良好, Q3 归母净利润同比+48.5%

2023 年 10 月 27 日

➤ **事件概述。**公司 10 月 26 日发布 2023 年三季度报告, 1-3Q23, 公司实现营业收入 620.66 亿元, 同比+15.93%; 实现归母净利润 19.64 亿元, 同比+44.87%; 扣非归母净利润为 19.79 亿元, 同比+43.99%。

➤ **营业收入稳健上升, 利润端表现亮眼。**1-3Q23, 公司实现营业收入 620.66 亿元, 同比+15.93%; 实现归母净利润 19.64 亿元, 同比+44.87%; 实现扣非归母净利润 19.79 亿元, 同比+43.99%。3Q23, 公司实现营业收入 217.22 亿元, 同比+9.72%; 归母净利润为 6.92 亿元, 同比+48.52%; 扣非归母净利润为 6.87 亿元, 同比+43.29%。其中, 归母净利润快速增长主要来源于 Q3 营业收入同比增长带来的毛利增长, 以及公司销售费用率、管理费用率下行所致。

➤ **毛利率同比提升, 费率端控制良好。**①**毛利率端**, 1-3Q23, 公司毛利率为 8.12%, 同比+0.81pct, 3Q23, 公司毛利率为 7.50%, 同比+0.83pct。主要因公司主业珠宝首饰中黄金产品价格以市场价格销售, 采购时的成本价与实际售价之间存在差异, 据上海黄金交易所黄金 Au9999 月度平均值计算, 1-3Q23, 上金所黄金月度平均收盘价比去年同期增长 13.5%; 据公司公告, 2022 年末其黄金库存量为 32987.35 公斤, 截至 23Q3 末, 存货同比-57.63%, 主要因老凤祥有限的期末存货减少所致, 因此金价上行带来存货增值或部分带动整体毛利率同比提升。②**费率端**, 1-3Q23, 公司销售费率、管理费率、财务费率分别为 1.22%、0.57%、0.21%, 分别同比-0.10、-0.01、-0.08 pct, 研发费率为 0.04%, 同比基本持平。3Q23, 公司销售费率、管理费率、研发费率、财务费率分别为 0.89%、0.48%、0.04%、0.17%, 分别同比-0.48、-0.06、-0.01、-0.04 pct。主要系销售收入增长带来的费率的摊薄影响, 公司的控费能力持续增强。其中, 1-3Q23, 公司财务费用同比-17.1%。③**净利率端**: 基于毛利率与费率情况, 1-3Q23, 公司净利率为 4.23%, 同比+0.83 pct; 3Q23, 净利率为 4.24%, 同比+1.10 pct, 盈利能力进一步提升。

➤ **工艺美术基金持有的老凤祥有限非国有股权的股份转让进展顺利。**公司于 9 月 21 日公告股权转让进展, 工艺美术基金已与国新资产、国新上海签署股权转让协议, 国新资产以 4.99 亿元购买工艺美术基金持有的老凤祥有限 2.44% 的股权, 国新上海以 2.0 亿元购买工艺美术基金持有的老凤祥有限 0.98% 的股权。截至 23H1, 老凤祥有限的股权结构如下: 老凤祥股份 (57.51%)、中国第一铅笔 (20.50%)、工艺美术基金 (20.49%)、央视融媒体产业投资基金 (1.50%); 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%)、中国第一铅笔 (20.50%)、海南金猊晓 (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 2023-2025 年公司实现营收 742.34、842.48、943.60 亿元, 分别同比+17.8%、+13.5%、+12.0%; 归母净利润为 23.55、27.21、31.10 亿元, 分别同比+38.5%、+15.5%、+14.3%, 10 月 26 日收盘价对应 PE 13、11、10 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)	63,010	74,234	84,248	94,360
增长率 (%)	7.4	17.8	13.5	12.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,700	2,355	2,721	3,110
增长率 (%)	-9.4	38.5	15.5	14.3
每股收益 (元)	3.25	4.50	5.20	5.94
PE	17	13	11	10
PB	2.9	2.5	2.2	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

56.64 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) 2023 年中报点评: 23Q2 扣非归母净利润同比+30%, 股权转让进展顺利-2023/08/28
- 2.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	63,010	74,234	84,248	94,360
营业成本	58,233	68,323	77,483	86,728
营业税金及附加	216	245	286	321
销售费用	829	898	1,036	1,161
管理费用	402	408	463	505
研发费用	31	33	42	38
EBIT	3,392	4,425	5,022	5,695
财务费用	204	215	174	155
资产减值损失	-3	-10	-10	-10
投资收益	-66	0	0	0
营业利润	3,017	4,197	4,839	5,532
营业外收支	11	6	6	6
利润总额	3,028	4,203	4,845	5,538
所得税	760	1,055	1,216	1,390
净利润	2,268	3,148	3,629	4,148
归属于母公司净利润	1,700	2,355	2,721	3,110
EBITDA	3,626	4,667	5,309	6,000

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,577	9,261	10,848	14,307
应收账款及票据	812	478	239	194
预付款项	42	48	54	61
存货	16,799	16,837	16,548	16,148
其他流动资产	1,517	485	485	486
流动资产合计	24,747	27,109	28,174	31,196
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	1,258	1,294	1,334	1,401
资产合计	26,005	28,402	29,507	32,597
短期借款	6,893	6,893	6,893	6,893
应付账款及票据	815	659	745	832
其他流动负债	5,755	5,930	4,410	4,522
流动负债合计	13,463	13,482	12,048	12,247
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	360	359	327	292
非流动负债合计	560	559	527	492
负债合计	14,023	14,041	12,575	12,739
股本	523	523	523	523
少数股东权益	1,853	2,647	3,555	4,593
股东权益合计	11,981	14,361	16,932	19,858
负债和股东权益合计	26,005	28,402	29,507	32,597

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	30.44	13.50	13.42
净利润增长率	-9.38	38.49	15.54	14.30
盈利能力 (%)				
毛利率	7.58	7.96	8.03	8.09
净利率	2.70	3.17	3.23	3.30
总资产收益率 ROA	6.54	8.29	9.22	9.54
净资产收益率 ROE	16.79	20.10	20.34	20.37
偿债能力				
流动比率	1.84	2.01	2.34	2.55
速动比率	0.49	0.74	0.94	1.21
现金比率	0.41	0.69	0.90	1.17
资产负债率 (%)	53.93	49.44	42.62	39.08
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	2.73	2.91	3.04
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	4.50	5.20	5.94
每股净资产	19.36	22.39	25.57	29.18
每股经营现金流	1.84	9.01	9.40	10.24
每股股利	1.46	2.02	2.34	2.67
估值分析				
PE	17	13	11	10
PB	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	8.24	6.40	5.63	4.98
股息收益率 (%)	2.58	3.57	4.12	4.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,268	3,148	3,629	4,148
折旧和摊销	234	242	287	305
营运资金变动	-2,027	968	707	614
经营活动现金流	964	4,712	4,917	5,355
资本开支	-74	-155	-161	-174
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	-53	-155	-161	-174
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-784	333	-1,645	0
筹资活动现金流	-2,359	-873	-3,169	-1,722
现金净流量	-1,469	3,684	1,587	3,459

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