

买入

老凤祥 (600612.SH)

2023 年归母净利润增长 30%，稳步推进门店扩张

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
证券分析师：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001
执证编码：S0980522120001

事项：

公司发布 2023 年业绩快报，实现营业收入 714.36 亿元，同比+13.37%，取得归母净利润 22.14 亿元，同比+30.23%，扣非净利润 21.56 亿元，同比+24.83%。

国信零售观点：单季度表现看，公司四季度收入 93.7 亿元，同比-1.08%；归母净利润 2.5 亿元，同比-27.41%。公司四季度业绩增速有所承压，其中预计受到子公司诉讼案计提不良资产减值影响。全年来看，公司在今年黄金消费需求扩容以及疫后销售复苏支撑下实现了稳步增长。同时公司自身也积极拓店扩张，2023 全年净增各类网点 385 家，截至 2023 年末公司黄金珠宝核心板块拥有海内外营销网点共计达到 5994 家。

展望未来，公司有望继续在渠道端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，同时内部治理上推进深化体制改革，实现经营效益进一步释放。此外行业层面，全球风险因素累计叠加美联储加息周期步入尾声的预期下，预计将推动金价中长期稳步上行，进一步激发居民保值性消费需求，从而推动黄金产品的终端动销，并提振品牌企业的毛利率水平。

参考 2023 年业绩快报数据并考虑短期行业竞争加剧等因素，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 22.14/26.32/29.93 亿元（前值分别为 23.7/27.89/31.75 亿元），对应 PE 分别为 17.4/14.6/12.9 倍，维持“买入”评级。

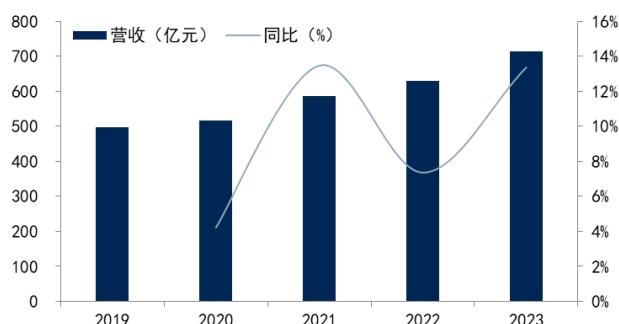
评论：

◆ 2023 年业绩增长稳健，全年净开店 385 家

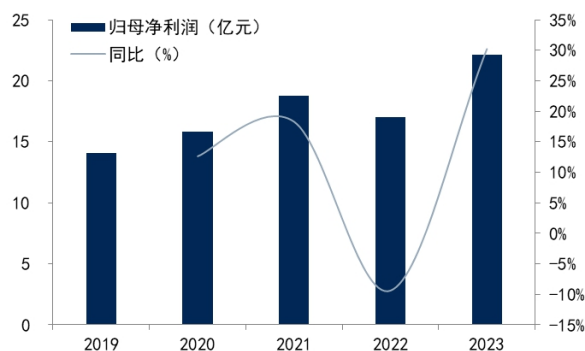
公司 2023 年实现营业收入 714.36 亿元，同比+13.37%，取得归母净利润 22.14 亿元，同比+30.23%，扣非净利润 21.56 亿元，同比+24.83%。整体业绩表现稳健，行业层面受益全国消费市场持续恢复回升，金银珠宝成为全年各商品零售类别中增长幅度最快的品类。据中国黄金协会统计数据，2023 年全国黄金消费量 1089.69 吨，与 2022 年同期相比增长 8.78%。

同时，公司自身积极把握消费复苏机遇，大力提升“藏宝金”、“凤祥囍事”主题店的市场布局，升级焕新零售店主题形象，2023 全年净增各类网点 385 家，截至 2023 年末公司黄金珠宝核心板块拥有海内外营销网点共计达到 5994 家。同时，公司不断在金饰产品设计、开发、生产上推陈出新，促进黄金首饰消费的提升，全年公司黄金珠宝的批发收入和零售收入实现同比增长。

单季度表现看，公司四季度收入 93.7 亿元，同比-1.08%；归母净利润 2.5 亿元，同比-27.41%。公司四季度业绩增速有所承压，其中预计受到子公司诉讼案计提不良资产减值影响。

图1：老凤祥营业收入及增速（亿元、%）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2023 年为业绩快报数据

图2：老凤祥归母净利润及增速（亿元、%）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：2023 年为业绩快报数据

◆ 投资建议

展望未来，公司有望继续在渠道端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，同时内部治理上推进深化体制改革，实现经营效益进一步释放。此外行业层面，全球风险因素累计叠加美联储加息周期步入尾声的预期下，预计将推动金价中长期稳步上行，进一步激发居民保值性消费需求，从而推动黄金产品的终端动销，并提振品牌企业的毛利率水平。我们参考 2023 年业绩快报数据并考虑短期行业竞争加剧等因素，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 22.14/26.32/29.93 亿元（前值分别为 23.7/27.89/31.75 亿元），对应 PE 分别为 17.4/14.6/12.9 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资 收盘价（元）	EPS			PE			总市值（亿元）	
代码	名称	评级	2024/03/04	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2024/03/04
002345.SZ	潮宏基	增持	6.18	0.22	0.43	0.53	23.47	14.37	11.66	54.91
002867.SZ	周大生	买入	18.76	1.00	1.30	1.58	14.10	14.43	11.87	205.60
600612.SH	老凤祥	买入	73.54	3.25	4.23	5.03	13.17	17.39	14.62	291.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示

终端黄金珠宝消费不及预期；金价大幅波动；行业竞争加剧；加盟商经营管理不善。

相关研究报告：

- 《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》——2023-10-27
- 《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7046	5577	7200	7200	7200	营业收入	58691	63010	71436	80689	89436
应收款项	201	842	587	442	807	营业成本	54130	58233	65609	74069	81949
存货净额	12549	16799	16174	18261	20204	营业税金及附加	232	216	24	30	35
其他流动资产	862	1298	1429	2017	1789	销售费用	797	829	950	1068	1173
流动资产合计	21011	24747	25621	28151	30230	管理费用	402	402	463	521	576
固定资产	380	380	234	227	217	研发费用	31	31	35	40	44
无形资产及其他	58	56	54	52	49	财务费用	267	204	237	270	313
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)	(171)	(20)	(20)
资产总计	22275	26005	26733	29256	31325	其他收入	377	63	(35)	(40)	(44)
短期借款及交易性金融负债	8289	8205	8942	10586	10840	营业利润	3232	3017	3947	4671	5326
应付款项	524	815	988	955	1145	营业外净收支	9	11	0	0	0
其他流动负债	1288	4443	3484	3455	4184	利润总额	3242	3028	3947	4671	5326
流动负债合计	10102	13463	13414	14995	16169	所得税费用	794	760	993	1164	1335
长期借款及应付债券	900	200	200	200	200	少数股东损益	571	568	740	875	998
其他长期负债	415	360	449	573	626	归属于母公司净利润	1876	1700	2214	2632	2993
长期负债合计	1315	560	649	773	826	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11416	14023	14064	15768	16995	净利润	1876	1700	2214	2632	2993
少数股东权益	1668	1853	2026	2230	2440	资产减值准备	(1)	(1)	(1)	(0)	(0)
股东权益	9191	10128	10643	11258	11889	折旧摊销	44	45	39	44	47
负债和股东权益总计	22275	26005	26733	29256	31325	公允价值变动损失	22	107	171	20	20
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	267	204	237	270	313
每股收益	3.59	3.25	4.23	5.03	5.72	营运资本变动	(1030)	(1931)	51	(2470)	(1107)
每股红利	2.50	2.71	3.25	3.86	4.52	其它	173	95	173	205	211
每股净资产	17.57	19.36	20.35	21.52	22.73	经营活动现金流	1084	16	2647	430	2164
ROIC	11.59%	11.65%	15%	15%	16%	资本开支	0	66	(60)	(55)	(55)
ROE	20.41%	16.79%	21%	23%	25%	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%	13%	13%	11%	支付股利、利息	(1310)	(1418)	(1699)	(2017)	(2362)
净利润增长率	18%	-9%	30%	19%	14%	其它融资现金流	3034	2564	737	1644	255
资产负债率	59%	61%	60%	62%	62%	融资活动现金流	415	(1672)	(962)	(373)	(2107)
股息率	3.4%	3.7%	4.4%	5.2%	6.1%	现金净变动	1441	(1469)	1623	0	0
P/E	20.5	22.6	17.4	14.6	12.9	货币资金的期初余额	5605	7046	5577	7200	7200
P/B	4.2	3.8	3.6	3.4	3.2	货币资金的期末余额	7046	5577	7200	7200	7200
EV/EBITDA	15.9	15.7	12.0	10.8	9.7	企业自由现金流	0	651	3289	1244	3126
						权益自由现金流	0	2514	3849	2685	3147

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