

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老凤祥 (600612)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

老凤祥 (600612. SH) 点评: 2023 年平稳收官, 2024Q1 有望继续获益于金价

2024 年 3 月 7 日

事件: 公司发布 2023 年度业绩快报, 全年实现营收 714.36 亿元, 同增 13.37%; 营业利润 39.68 亿元, 同增 31.51%; 归母净利润 22.14 亿元, 同增 30.23%; 扣非归母净利润 21.56 亿元, 同增 24.83%。

点评:

2023 年平稳收官, 获益金价上涨, 利润率提升。2023 年公司营业利润率 5.55%, 同比 2022 年提升 0.77PCT, 比 2021 年提升 0.04PCT。2023 年归母净利率 3.10%, 同比提升 0.40PCT, 比 2021 年下降 0.10PCT; 2023 年扣非归母净利率 3.02%, 同比提升 0.28PCT, 比 2021 年提升 0.31PCT。我们认为 2023 年利润率提升主要来自: 1) 2023 年较多受益于金价上涨, 国内黄金现货价格 2023 年呈持续上行趋势, 从年初的 410+元/克上涨至年末的 480+元/克, 累计涨幅约 17%, 公司采购、生产、销售模式使得其获得较多金价上涨利润弹性, 具体分析框架可参考我们 2023 年 10 月 27 日报告《金价波动如何影响品牌商业绩?》。2) 公司黄金批发模式下规模效应持续强化, 收入增速快于费用增速。

2023Q4 业绩有所波动, 我们预计主要受订货会节奏、子公司诉讼案件和年终奖发放等因素影响。23Q4 公司实现收入 93.71 亿元, 同降-1%; 归母净利润 2.49 亿元, 同降-27%; 扣非归母净利润 1.77 亿元, 同降-50%。其中收入微降, 我们认为主要系公司订货会节奏影响, 公司将更高拿货目标分配至今年一季度; 净利润降幅大于收入主要为: 1) 根据公司 2023 年 12 月 15 日公告, 公司下属子公司上海老凤祥典当有限公司诉讼案件可能对 2023 年利润产生影响; 2) 由于 2023 年公司经营情况较好及进一步推动职业经理人续签工作, 23Q4 预计人员薪酬相关费用支出增加较多。

线下网点维持较快扩张。2023 年公司大力提升“藏宝金”、“凤祥囍事”主题店的市场布局, 升级换新零售店主题形象, 实现净开店 385 家, 期末门店数 5994 家 (含海外银楼 15 家), 我们预计公司 2024 年将维持 300-400 家的净开店目标。

盈利预测与投资评级: 展望后续, 我们预计公司继续稳步推进“三年行动计划”, 预计 2023-2025 年营收分别为 714/836/974 亿元, 同增 13%/17%/17%, 归母净利 22.14/26.87/31.92 亿元, 同增 30%/21%/19%, EPS 分别为 4.23/5.14/6.10 元, 对应 2024 年 3 月 6 日收盘价 PE 为 17/14/12X, 维持“买入”评级。

风险因素: 金价剧烈波动, 管理层变动, 拓店不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	58,691	63,010	71,436	83,561	97,416
增长率 YoY %	13.5%	7.4%	13.4%	17.0%	16.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,876	1,700	2,214	2,687	3,192
增长率 YoY%	18.3%	-9.4%	30.2%	21.4%	18.8%
毛利率%	7.8%	7.6%	8.5%	8.4%	8.4%
净资产收益率ROE%	20.4%	16.8%	19.1%	20.2%	20.7%
EPS(摊薄)(元)	3.59	3.25	4.23	5.14	6.10
市盈率 P/E(倍)	20.63	22.77	17.48	14.41	12.13
市净率 P/B(倍)	4.21	3.82	3.34	2.91	2.51

资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 3 月 6 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	21,011	24,747	26,955	29,852	33,393	
货币资金	7,046	5,577	7,185	7,909	8,726	
应收票据	0	370	424	505	578	
应收账款	177	442	461	587	638	
预付账款	39	42	46	54	62	
存货	12,549	16,799	17,319	19,270	21,856	
其他	1,200	1,517	1,521	1,527	1,533	
非流动资产	1,264	1,258	1,319	1,378	1,433	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	343	334	409	479	546	
无形资产	58	56	53	50	47	
其他	863	867	857	849	841	
资产总计	22,275	26,005	28,274	31,230	34,826	
流动负债	10,102	13,463	13,537	13,878	14,265	
短期借款	7,714	6,893	6,943	7,003	7,073	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	524	815	782	920	1,062	
其他	1,863	5,755	5,812	5,955	6,130	
非流动负债	1,315	560	560	560	560	
长期借款	900	200	200	200	200	
其他	415	360	360	360	360	
负债合计	11,416	14,023	14,097	14,438	14,825	
少数股东权益	1,668	1,853	2,591	3,487	4,551	
归属母公司股东权益	9,191	10,128	11,585	13,304	15,450	
负债和股东权益	22,275	26,005	28,274	31,230	34,826	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	58,691	63,010	71,436	83,561	97,416	
同比 (%)	13.5%	7.4%	13.4%	17.0%	16.6%	
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,214	2,687	3,192	
同比	18.3%	-9.4%	30.2%	21.4%	18.8%	
毛利率 (%)	7.8%	7.6%	8.5%	8.4%	8.4%	
ROE%	20.4%	16.8%	19.1%	20.2%	20.7%	
EPS (摊薄)(元)	3.59	3.25	4.23	5.14	6.10	
P/E	20.63	22.77	17.48	14.41	12.13	
P/B	4.21	3.82	3.34	2.91	2.51	
EV/EBITDA	7.78	7.04	8.40	7.26	6.10	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	58,691	63,010	71,436	83,561	97,416	
营业成本	54,13	58,233	65,332	76,582	89,190	
营业税金及附加	232	216	243	284	331	
销售费用	797	829	968	1,110	1,266	
管理费用	402	402	450	482	510	
研发费用	31	31	38	44	51	
财务费用	267	204	259	245	239	
减值损失合计	-4	-3	-83	-3	-3	
投资净收益	14	-66	-129	-84	-97	
其他	390	-9	-27	40	-61	
营业利润	3,232	3,017	3,906	4,768	5,667	
营业外收支	9	11	35	15	15	
利润总额	3,242	3,028	3,941	4,783	5,682	
所得税	794	760	989	1,201	1,426	
净利润	2,447	2,268	2,952	3,583	4,256	
少数股东损益	571	568	738	896	1,064	
归属母公司净利润	1,876	1,700	2,214	2,687	3,192	
EBITDA	3,406	3,626	4,793	5,459	6,369	
EPS (当年)(元)	3.59	3.25	4.23	5.14	6.10	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,990	964	3,424	2,517	2,695	
净利润	2,447	2,268	2,952	3,583	4,256	
折旧摊销	208	234	236	239	243	
财务费用	330	329	315	316	318	
投资损失	-14	66	129	84	97	
营运资金变动	-663	-2,027	-426	-1,803	-2,317	
其它	-318	95	218	98	98	
投资活动现金流	17	-53	-555	-470	-483	
资本支出	81	-74	-66	-86	-86	
长期投资	-72	12	-200	-200	-200	
其他	8	9	-289	-184	-197	
筹资活动现金流	-560	-2,359	-1,262	-1,324	-1,395	
吸收投资	20	0	0	0	0	
借款	15,93	11,759	50	60	70	
支付利息或股息	-1,310	-1,418	-1,152	-1,284	-1,365	
现金流净增加额	1,448	-1,469	1,608	724	817	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。