

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）2023&24Q1 点评：2023 年超额完成董事会目标，24Q1 高基数下稳健增长、利润略超预期

2024 年 4 月 30 日

事件：公司发布 2023&24Q1 业绩，2023 年实现营收 714.36 亿元，同增 13.37%，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%，经营活动现金流净额 72.12 亿元，同增 648.02%。24Q1 收入 256.30 亿元，同增 4.36%，归母净利润 8.02 亿元，同增 12%，扣非归母净利润 8.35 亿元，同增 13.82%，经营活动现金流净额 40.81 亿元，同降 39.70%。

点评：

获益金价上涨&行业高景气，2023 年超额完成全年目标。2023 年，公司实现营收 714.36 亿元，完成董事会预算目标 665 亿元的 107.42%，同比增长 13.37%；利润总额 39.79 亿元，完成董事会预算目标 32 亿元的 124.34%，同比增长 31.41%；归母净利润 22.14 亿元，完成董事会预算目标 18 亿元的 123.00%，同比增长 30.23%。

2023 年拟每 10 股派发现金红利 19.50 元（含税），分红率同比小幅提升。2023 年公司拟每 10 股派发现金红利 19.50 元（含税），现金分红总额 10.20 亿元，分红率为 46.07%，2022 年分红率为 44.92%。

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），其中自营店 187 家（上海 170 家），净关店 7 家；加盟店 5807 家，净开店 392 家。我们预计公司 2024 年将维持 300-400 家的净开店目标。

黄金珠宝批发贡献主要收入增长，获益金价上涨批发、零售业务毛利率均提升。2023 年分产品，笔类/珠宝首饰/黄金交易/工艺品销售分别实现收入 2.24/581.36/127.50/0.58 亿元，同增 3.66%/15.44%/5.53%/-37.16%，毛利率分别为 25.47%/9.84%/0.00%/23.73%，毛利率同比 -5.28/+0.71/+0.03/+6.23PCT。分销售模式，批发/零售分别实现收入 543.04/41.14 亿元，同增 14.35%/29.40%，毛利率分别为 8.93%/22.90%，同比+0.27/+5.02PCT。毛利率提升贡献珠宝首饰毛利额增加 4.13 亿元，批发/零售毛利额分别增加 1.47 亿元/2.07 亿元。2023 年投资收益为-1.58 亿元，公允价值变动收益 0.48 亿元，主要由黄金租赁带来，合计数为-1.1 亿元，我们预计公司 2023 年利润端获益金价上涨较多。

23H1 公司完成了第三批职业经理人签约和第一批职业经理人的续签工作，进一步完善市场化用人和激励机制，2023 全年销售、管理、研发费用中人

员薪酬分项均有明显增长，带来期间费用率提升。2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.48%/0.69%/0.05%/0.20%，同比+0.16/+0.05/+0.00/-0.12PCT，销售/管理/研发费用分别同比增长 27.13%/21.81%/16.85%，增幅均快于收入端。

24Q1 高基数下业绩维持稳健增长，我们预计利润略超预期主要来自金价上涨带来的毛利率提升&费用率的改善。24Q1 销售毛利率 8.37%，同比提升 0.35PCT，我们预计主要受益于金价上涨；销售/管理/研发费用率分别为 1.25%/0.49%/0.04%/0.23%，同比-0.17/-0.12/+0.01/-0.02PCT；24Q1 销售净利率 4.11%，同比提升 0.22PCT。24Q1 投资收益-0.42 亿元，公允价值变动损益-0.12 亿元。

盈利预测与投资评级：基于 24Q3 及以后金价相对平稳的假设，我们预计公司 2024-2026 年收入 823/939/1060 亿元，同增 15%/14%/13%，归母净利润 25.53/28.71/32.07 亿元，同增 15%/13%/12%，对应 4 月 29 日收盘价 PE 16/14/13X，维持“买入”评级。

风险因素：金价剧烈波动；拓店不及预期；消费需求疲软。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	63,010	71,436	82,336	93,917	106,026
增长率 YoY %	7.4%	13.4%	15.3%	14.1%	12.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,700	2,214	2,553	2,871	3,207
增长率 YoY%	-9.4%	30.2%	15.3%	12.5%	11.7%
毛利率%	7.6%	8.3%	8.3%	8.0%	7.8%
净资产收益率ROE%	16.8%	19.1%	18.1%	16.9%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	3.25	4.23	4.88	5.49	6.13
市盈率 P/E(倍)	23.83	18.30	15.87	14.11	12.64
市净率 P/B(倍)	4.00	3.50	2.87	2.38	2.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	24,747	23,046	26,599	31,268	36,453	
货币资金	5,577	9,318	10,904	13,481	16,483	
应收票据	370	1	2	3	3	
应收账款	442	315	286	257	231	
预付账款	42	53	60	69	78	
存货	16,799	12,328	14,260	16,316	18,461	
其他	1,517	1,031	1,086	1,141	1,197	
非流动资产	1,258	1,287	1,261	1,213	1,158	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	334	355	349	323	283	
无形资产	56	53	50	47	44	
其他	867	879	862	843	831	
资产总计	26,005	24,334	27,860	32,481	37,612	
流动负债	13,463	10,083	10,103	10,795	11,549	
短期借款	6,893	5,624	5,724	5,824	5,924	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	815	504	629	720	814	
其他	5,755	3,955	3,751	4,252	4,811	
非流动负债	560	516	615	715	815	
长期借款	200	200	300	400	500	
其他	360	316	315	315	315	
负债合计	14,023	10,599	10,719	11,511	12,365	
少数股东权益	1,853	2,161	3,012	3,969	5,038	
归属母公司股东权益	10,128	11,574	14,129	17,001	20,209	
负债和股东权益	26,005	24,334	27,860	32,481	37,612	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	63,010	71,436	82,336	93,917	106,026	
同比 (%)	7.4%	13.4%	15.3%	14.1%	12.9%	
归属母公司净利润	1,700	2,214	2,553	2,871	3,207	
同比	-9.4%	30.2%	15.3%	12.5%	11.7%	
毛利率 (%)	7.6%	8.3%	8.3%	8.0%	7.8%	
ROE%	16.8%	19.1%	18.1%	16.9%	15.9%	
EPS (摊薄)(元)	3.25	4.23	4.88	5.49	6.13	
P/E	23.83	18.30	15.87	14.11	12.64	
P/B	4.00	3.50	2.87	2.38	2.01	
EV/EBITDA	7.04	7.67	7.45	6.24	5.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	63,01	71,436	82,336	93,917	106,026	
营业成本	58,23	65,505	75,497	86,381	97,735	
营业税金及附加	216	257	296	338	382	
销售费用	829	1,054	1,202	1,324	1,442	
管理费用	402	490	543	592	636	
研发费用	31	37	41	47	53	
财务费用	204	141	123	111	87	
减值损失合计	-3	-1	-1	-1	-1	
投资净收益	-66	-158	-165	-113	-106	
其他	-9	173	73	97	123	
营业利润	3,017	3,968	4,541	5,108	5,707	
营业外收支	11	11	11	11	11	
利润总额	3,028	3,979	4,552	5,119	5,718	
所得税	760	1,004	1,148	1,291	1,442	
净利润	2,268	2,975	3,404	3,828	4,276	
少数股东损益	568	761	851	957	1,069	
归属母公司净利润	1,700	2,214	2,553	2,871	3,207	
EBITDA	3,626	4,417	4,863	5,424	6,005	
EPS (当年)(元)	3.25	4.23	4.88	5.49	6.13	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	964	7,212	2,464	2,608	2,981	
净利润	2,268	2,975	3,404	3,828	4,276	
折旧摊销	234	240	188	195	201	
财务费用	329	254	234	241	248	
投资损失	66	158	165	113	106	
营运资金变动	-2,027	3,585	-1,593	-1,850	-1,930	
其它	95	-1	66	81	79	
投资活动现金流	-53	-306	-342	-289	-281	
资本支出	-74	-149	-77	-76	-74	
长期投资	12	-264	-50	-50	-50	
其他	9	106	-215	-163	-156	
筹资活动现金流	-2,359	-3,174	-536	259	302	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	11,759	10,674	200	200	200	
支付利息或股息	-1,418	-1,457	-234	-241	-248	
现金流净增加额	-1,469	3,737	1,586	2,578	3,002	

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。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

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。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达新消费团队，主要覆盖美护上游产业链。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。