

老凤祥 (600612.SH)

一季度业绩延续稳健表现，积极扩张承接行业需求增长

买入

核心观点

2024年一季度归母净利润增长12%，高基数下整体表现稳健。公司2023年营收714.36亿元，同比+13.37%，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%，与此前业绩快报数据一致。2024年一季度，公司营收同比+4.36%，归母净利润同比+12.0%，扣非净利润同比+13.82%，在去年一季度高基数下延续稳健增长表现，预计受益黄金珠宝消费需求增长及金价上行。分红方面，公司拟每10股派发红利19.5元(含税)，合计10.2亿元，占2023年归母净利润的46.07%。

门店2023年净增长385家，持续推进体制机制优化。分业务看，2023年珠宝首饰营收581.36亿元，同比+15.44%；黄金交易业务营收127.5亿元，同比+5.53%；笔类/工艺品销售业务分别实现营收2.25/0.58亿元，分别同比+3.66%/-37.16%。渠道扩张稳步推进，2023年全年净开385家门店，期末门店总数5994家，其中连锁加盟店5807家，净增加392家。此外，公司2023年编制形成了三年行动计划(2023-2025年)及双百改革实施方案，继续突出黄金珠宝首饰为核心的主业，增强公司的整体竞争力。

毛利率稳步提升，2024年一季度期间费用率优化。公司2023年公司毛利率同比+0.72pct至8.3%，销售/管理费用率分别同比+0.16pct/+0.05pct，总体费用管控效果稳定。2024年一季度毛利率继续稳步增长，同比+0.35pct至8.37%，销售费用率同比-0.17pct至1.25%，管理费用率同比-0.11pct至0.49%，费用率实现优化。2023年存货周转天数下降11天至80天，周转效率提升。2023年经营性现金流净额72.12亿元，同比+648%，2024年一季度经营性现金流净额40.81亿元，同比-39.7%，主要系黄金采购价提升导致公司购买商品、接受劳务支付的现金增长幅度较大影响。

风险提示：门店扩张不及预期；加盟商管理不善；金价大幅波动。

投资建议：公司作为黄金珠宝龙头品牌，有望持续受益居民保值性消费需求的增长，金价的稳步上行也有利于提升公司毛利率表现。公司自身也将进一步推进加盟开店扩张以扩大市场份额，同时在产品端持续提升研发设计能力，并且在内部治理上推进深化体制改革，实现经营效益进一步释放。我们维持公司2024-2025年归母净利润预测为26.32/29.93亿元，新增2026年归母净利润预测为33.43亿元，对应PE分别为15.4/13.5/12.2倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	63,010.14	71,435.64	80,689.17	89,435.49	98,264.98
(+/-%)	7.36%	13.37%	12.95%	10.84%	9.87%
净利润(百万元)	1700.34	2214.40	2631.68	2993.13	3343.25
(+/-%)	-9.38%	30.23%	18.84%	13.73%	11.70%
每股收益(元)	3.25	4.23	5.03	5.72	6.39
EBIT Margin	5.24%	5.73%	6.01%	6.13%	6.21%
净资产收益率(ROE)	16.79%	19.13%	21.47%	22.80%	23.68%
市盈率(PE)	23.83	18.30	15.40	13.54	12.12
EV/EBITDA	16.31	12.35	11.02	9.68	8.78
市净率(PB)	4.00	3.50	3.31	3.09	2.87

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

zhangjh@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	77.46元
总市值/流通市值	40521/40521百万元
52周最高价/最低价	89.49/55.15元
近3个月日均成交额	150.97百万元

市场走势



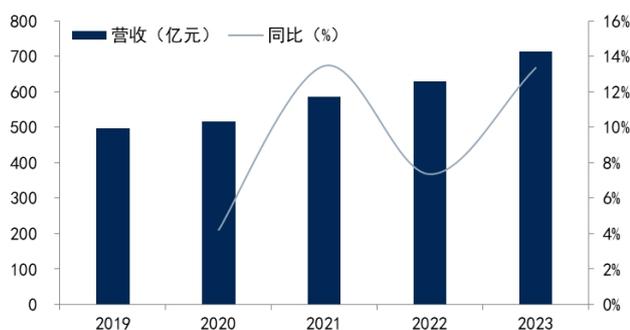
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《老凤祥(600612.SH)-2023年归母净利润增长30%，稳步推进门店扩张》——2024-03-05
- 《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

公司 2023 年营收 714.36 亿元，同比+13.37%，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%，与此前业绩快报数据一致。2024 年一季度看，公司营收同比+4.36%，归母净利润同比+12%，扣非净利润同比+13.82%，整体在去年一季度高基数下表现稳健，受益黄金珠宝消费需求增长及金价上行。分红方面，公司拟每 10 股派发红利 19.5 元（含税），合计 10.2 亿元，占 2023 年归母净利润的 46.07%。

图1: 老凤祥营业收入及增速（单位：亿元、%）



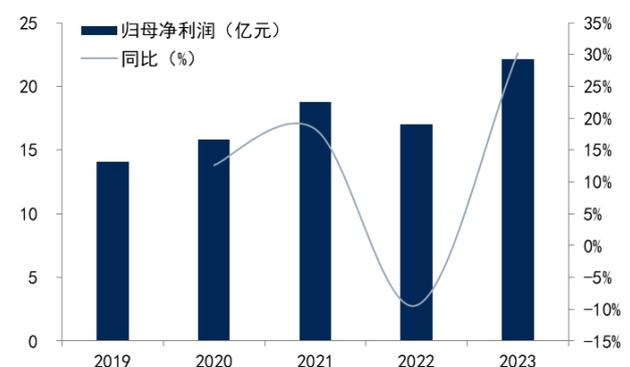
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 老凤祥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



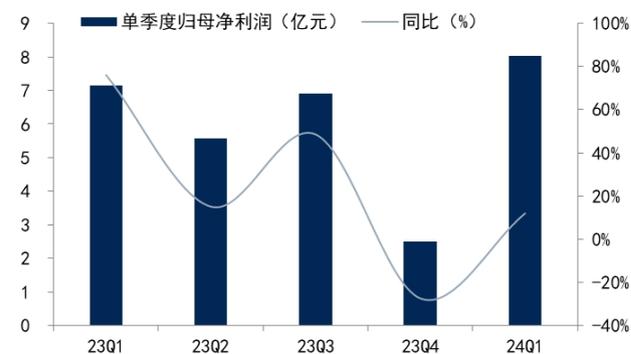
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

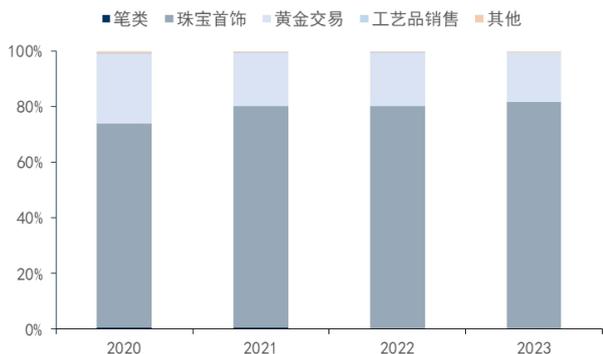
图4: 老凤祥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

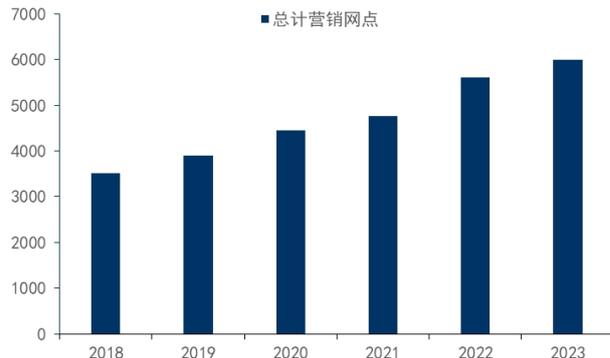
分业务看，2023 年珠宝首饰营收 581.36 亿元，同比+15.44%；黄金交易业务营收 127.5 亿元，同比+5.53%；笔类/工艺品销售业务分别实现营收 2.25/0.58 亿元，分别同比+3.66%/-37.16%。渠道扩张稳步推进，2023 年全年净开 385 家门店，期末门店总数 5994 家，其中连锁加盟店 5807 家，净增加 392 家。此外，公司 2023 年编制形成了三年行动计划（2023-2025 年）及双百改革实施方案，继续突出黄金珠宝首为核心的主业，增强公司的整体竞争力。

图5: 老凤祥分业务收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

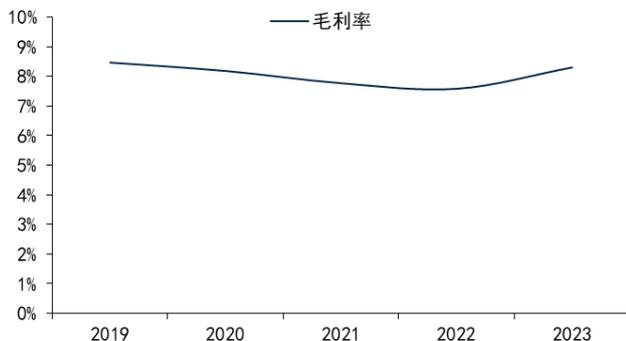
图6: 老凤祥门店数量变化 (家)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

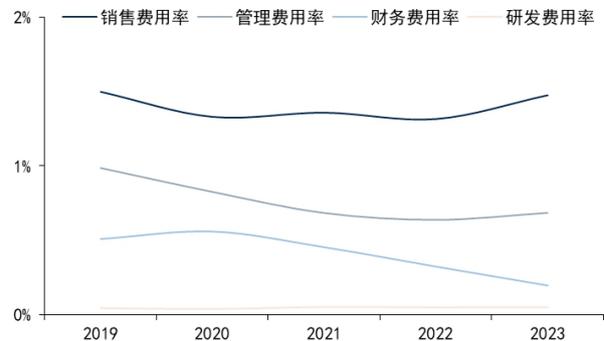
财务数据方面, 公司 2023 年公司毛利率同比+0.72pct 至 8.3%, 销售费用率/管理费用率分别同比+0.16pct/+0.05pct, 总体表现稳定。2024 年一季度毛利率继续稳步增长, 同比+0.35pct 至 8.37%, 销售费用率同比-0.17pct 至 1.25%, 管理费用率同比-0.11pct 至 0.49%, 费用率实现优化。2023 年存货周转天数下降 11 天至 80 天, 周转效率提升。2023 年经营性现金流净额 72.12 亿元, 同比+648%, 2024 年一季度经营性现金流净额 40.81 亿元, 同比-39.7%, 主要系黄金采购价提升等商品、接受劳务支付的现金增长幅度较大影响。

图7: 老凤祥毛利率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 老凤祥期间费用率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司作为黄金珠宝龙头品牌, 有望持续受益居民保值性消费需求的增长, 金价的稳步上行也有利于提升公司毛利率表现。公司自身也将进一步推进加盟开店扩张以扩大市场份额, 同时在产品端持续提升研发设计能力, 并且在内部治理上推进深化体制改革, 实现经营效益进一步释放。我们维持公司 2024-2025 年归母净利润预测为 26.32/29.93 亿元, 新增 2026 年归母净利润预测为 33.43 亿元, 对应 PE 分别为 15.4/13.5/12.2 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-04-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600612.SH	老凤祥	77.46	304.34	4.23	5.03	5.72	6.39	16.30	15.40	13.54	12.12	19.13	0.82	买入
002867.SZ	周大生	16.29	178.53	1.20	1.41	1.63	1.89	12.64	11.57	9.99	8.62	20.62	0.67	买入
002345.SZ	潮宏基	6.23	55.35	0.38	0.51	0.60	0.70	18.15	12.24	10.32	8.86	9.18	0.34	增持

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5577	9318	10992	9872	10532	营业收入	63010	71436	80689	89435	98265
应收款项	842	348	663	490	608	营业成本	58233	65505	73964	81949	90009
存货净额	16799	12328	13170	14592	16027	营业税金及附加	216	257	30	35	39
其他流动资产	1298	757	1614	2236	1965	销售费用	829	1054	1246	1354	1436
流动资产合计	24747	23046	26734	27484	29428	管理费用	402	490	561	576	625
固定资产	380	422	423	423	419	研发费用	31	37	40	44	48
无形资产及其他	56	53	51	49	47	财务费用	204	141	80	93	89
投资性房地产	821	812	812	812	812	投资收益	(66)	(158)	(30)	(10)	(10)
长期股权投资	0	0	2	4	6	资产减值及公允价值变动	(107)	47	(20)	(10)	(10)
资产总计	26005	24334	28022	28772	30712	其他收入	63	89	(40)	(44)	(48)
短期借款及交易性金融负债	8205	6668	7721	7531	7306	营业利润	3017	3968	4718	5365	5998
应付款项	815	504	1114	1002	1049	营业外净收支	11	11	0	0	0
其他流动负债	4443	2911	3940	3830	4603	利润总额	3028	3979	4718	5365	5998
流动负债合计	13463	10083	12775	12363	12958	所得税费用	760	1004	1184	1346	1507
长期借款及应付债券	200	200	200	200	200	少数股东损益	568	761	902	1026	1147
其他长期负债	360	316	395	389	398	归属于母公司净利润	1700	2214	2632	2993	3343
长期负债合计	560	516	595	589	598	现金流量表 (百万元)					
负债合计	14023	10599	13370	12952	13556	净利润	1700	2214	2632	2993	3343
少数股东权益	1853	2161	2395	2693	3035	资产减值准备	(1)	(3)	0	0	(0)
股东权益	10128	11574	12257	13127	14121	折旧摊销	45	46	41	47	51
负债和股东权益总计	26005	24334	28022	28772	30712	公允价值变动损失	107	(47)	20	10	10
关键财务与估值指标						财务费用	204	141	80	93	89
每股收益	3.25	4.23	5.03	5.72	6.39	营运资本变动	(1931)	3624	(295)	(2099)	(454)
每股红利	2.71	2.78	3.73	4.06	4.49	其它	95	263	234	298	341
每股净资产	19.36	22.13	23.43	25.09	26.99	经营活动现金流	16	6098	2632	1249	3291
ROIC	11.65%	14.63%	18%	21%	22%	资本开支	0	(129)	(60)	(55)	(55)
ROE	16.79%	19.13%	21%	23%	24%	其它投资现金流	122	(64)	0	0	0
毛利率	8%	8%	8%	8%	8%	投资活动现金流	122	(192)	(62)	(57)	(57)
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	6%	权益性融资	(21)	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%	6%	负债净变化	(700)	0	0	0	0
收入增长	7%	13%	13%	11%	10%	支付股利、利息	(1418)	(1457)	(1949)	(2123)	(2349)
净利润增长率	-9%	30%	19%	14%	12%	其它融资现金流	2651	749	1053	(190)	(225)
资产负债率	61%	52%	56%	54%	54%	融资活动现金流	(1606)	(2165)	(896)	(2313)	(2573)
股息率	3.5%	3.6%	4.8%	5.2%	5.8%	现金净变动	(1469)	3741	1674	(1121)	660
P/E	23.8	18.3	15.4	13.5	12.1	货币资金的期初余额	7046	5577	9318	10992	9872
P/B	4.0	3.5	3.3	3.1	2.9	货币资金的期末余额	5577	9318	10992	9872	10532
EV/EBITDA	16.3	12.3	11.0	9.7	8.8	企业自由现金流	0	6603	3318	1997	4114
						权益自由现金流	0	7352	4311	1738	3822

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