

➤ **事件概述。**2023 年, 实现营收 714.36 亿元, 同比+13.37%; 归母净利润为 22.14 亿元, 同比+30.23%; 扣非归母净利润 21.56 亿元, 同比+24.83%。24Q1, 营收为 256.30 亿元, 同比+4.36%; 归母净利润为 8.02 亿元, 同比+12.00%; 扣非归母净利润为 8.35 亿元, 同比+13.82%。

➤ **营业收入稳健上升, 珠宝首饰及批发模式贡献主要营收。**分行业看, 23 年, 笔类收入 2.24 亿元, 同比+3.66%; 珠宝首饰收入 581.36 亿元, 同比+15.44%; 黄金交易收入 12.75 亿元, 同比+5.53%; 工艺品销售收入 0.58 亿元, 同比-37.16%; 其他收入 0.65 亿元, 同比-44.30%。**分销售模式看,** 批发模式收入 543.04 亿元, 同比+14.35%; 零售模式收入 41.14 亿元, 同比+29.40%; 黄金交易收入 127.50 亿元, 同比+5.53%。

➤ **24Q1 毛利率同比提升, 费率端控制良好。**①**毛利率端,** 23 年, 毛利率为 8.30%, 同比+0.72 pct, 主要因金价上行及营收占比最高的黄金首饰业务的毛利率提升带动整体毛利率上行。**分行业看,** 笔类/珠宝首饰/黄金交易/工艺品销售毛利率为 25.47%/9.84%/0.00%/23.73%, 同比-5.28/+0.71/+0.03/+6.23 pct。**分销售模式,** 批发、零售、黄金交易毛利率为 8.93%/22.91%/0.00%, 同比+0.27/+5.02/+0.03 pct。24Q1, 毛利率为 8.37%, 同比+0.35 pct。②**费率端,** 23 年, 销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 1.48%/0.69%/0.05%/0.20%, 同比+0.16/+0.05/0/-0.12 pct, 其中, 销售费率与管理费率上行主要系公司销售人员与管理人员社保及福利费增加所致; 24Q1, 销售费率/管理费率/研发费率/财务费率为 1.25%/0.49%/0.04%/0.23%, 同比-0.17/-0.12/+0.01/-0.02 pct。③**净利率端:** 基于毛利率与费率情况, 23 年, 净利率为 4.17%, 同比+0.57 pct; 24Q1, 净利率为 4.11%, 同比+0.22 pct, 盈利能力持续提升。

➤ **23 年经营目标超额完成, 24 年经营目标稳步推进, 2023 年拟现金分红比例达 46.07%。**1) **23 年主要经营指标完成情况:** 总收入 714.36 亿元, 完成目标的 107.42%; 利润总额 39.79 亿元, 完成目标的 124.34%; 归母净利润 22.14 亿元, 完成目标的 123.00%。2) **24 年主要经营指标的预算目标为:** 营业总收入 750.07 亿元, 同比+5.00%; 利润总额 41.38 亿元, 同比+4.00%; 归母净利润 23.04 亿元, 同比+4.04%。3) **利润分配预案:** 拟以 2023 年 12 月 31 日总股本 5.23 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发红利 19.50 元 (含税), 总金额为 10.2 亿元 (B 股红利按公司 2023 年度股东大会决议日下一工作日中国人民银行公布的美分兑换人民币中间价折算)。2023 年度公司现金分红占合并报表 2023 年度归属于公司所有者的净利润的比例为 46.07%。

➤ **产品匠心独运, 渠道积极拓展, 品牌势能持续提升。**1) **产品:** “金银细工” 工艺精湛, 产品设计 “匠心独运”。老凤祥独特的金银细工制作技艺工艺精湛, 入选国家级非物质文化遗产, 匠心打造精美饰品; 拥有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力, 2022 年在海南建立了加工基地并开始投产运营, 与东莞生产基地形成了互补互动, 为公司进军国际市场和实现黄金珠宝产品自主研发、生产和销售助力。2) **渠道:** “五位一体” 营销模式, 营销网络布局深远。截至 2023 年末, 共计拥有境内外营销网点达 5994 家 (包括境外银楼 15 家), 全年净增 385 家。23Q4, 老凤祥珍品私洽中心焕新启幕, 集高端产品销售拍卖、创新技术产品首发、品牌历史文化底蕴展示、重大活动举办、数字化转型试点等功能于一体, 成为老凤祥品牌在上海中心商业地区的地标及海派高端珠宝文化的新 IP。此外, 积极推进网络直播、会员商城、达人探店等新型销售方式, 吸引不同层级客户群体。3) **品牌:** 立足 “百年金字招牌”, 持续提升品牌势能。作为业内 “百年金字招牌”, 拥有独特品牌文化。2023 年, 公司以老凤祥 175 周年为契机, 深挖 “经典” 与 “时尚” 品牌文化内涵, 组织系列推广活动, 提升社会影响力。

➤ **投资建议: 公司品牌力深厚, 并在产品与渠道端竞争优势突出, 收入与利润有望实现快速增长。**预计 2024-2026 年公司实现营收 824.42、932.41、1035.97 亿元, 分别同比+15.4%、+13.1%、+11.1%; 归母净利润为 26.29、30.35、34.19 亿元, 分别同比+18.7%、+15.5%、+12.6%, 4 月 29 日收盘价对应 PE 为 15、13、12 倍, 维持 “推荐” 评级。

➤ **风险提示:** 终端需求不及预期、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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	71,436	82,442	93,241	103,597
增长率 (%)	13.4	15.4	13.1	11.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,214	2,629	3,035	3,419
增长率 (%)	30.2	18.7	15.5	12.6
每股收益 (元)	4.23	5.02	5.80	6.53
PE	18	15	13	12
PB	3.5	3.1	2.7	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

77.46 元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

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

- 老凤祥 (600612.SH) 2023 年三季报点评: 毛利率提升与费用控制良好, Q3 归母净利润同比+48.5%-2023/10/27
- 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
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	71,436	82,442	93,241	103,597
营业成本	65,505	75,584	85,464	94,941
营业税金及附加	257	297	336	373
销售费用	1,054	1,195	1,324	1,450
管理费用	490	561	625	684
研发费用	37	41	47	52
EBIT	4,177	4,821	5,538	6,216
财务费用	141	124	114	105
资产减值损失	-1	-8	-9	-10
投资收益	-158	0	0	0
营业利润	3,968	4,694	5,420	6,106
营业外收支	11	6	6	6
利润总额	3,979	4,700	5,426	6,112
所得税	1,004	1,185	1,369	1,542
净利润	2,975	3,514	4,057	4,570
归属于母公司净利润	2,214	2,629	3,035	3,419
EBITDA	4,417	5,116	5,884	6,435

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,318	10,044	11,067	12,887
应收账款及票据	317	318	379	418
预付款项	53	60	60	57
存货	12,328	14,073	15,679	17,157
其他流动资产	1,031	987	989	990
流动资产合计	23,046	25,482	28,172	31,509
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	355	402	445	488
无形资产	53	58	62	66
非流动资产合计	1,287	1,334	1,368	1,580
资产合计	24,334	26,816	29,541	33,089
短期借款	5,624	5,624	5,624	5,624
应付账款及票据	504	729	822	910
其他流动负债	3,955	3,737	3,528	3,638
流动负债合计	10,083	10,089	9,973	10,172
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	316	270	234	376
非流动负债合计	516	470	434	576
负债合计	10,599	10,559	10,407	10,748
股本	523	523	523	523
少数股东权益	2,161	3,047	4,069	5,221
股东权益合计	13,735	16,257	19,133	22,340
负债和股东权益合计	24,334	26,816	29,541	33,089

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.37	15.41	13.10	11.11
EBIT 增长率	23.15	15.41	14.88	12.24
净利润增长率	30.23	18.71	15.46	12.64
盈利能力 (%)				
毛利率	8.30	8.32	8.34	8.36
净利润率	3.10	3.19	3.25	3.30
总资产收益率 ROA	9.10	9.80	10.27	10.33
净资产收益率 ROE	19.13	19.90	20.15	19.97
偿债能力				
流动比率	2.29	2.53	2.82	3.10
速动比率	0.99	1.06	1.18	1.34
现金比率	0.92	1.00	1.11	1.27
资产负债率 (%)	43.56	39.38	35.23	32.48
经营效率				
应收账款周转天数	1.61	1.60	1.59	1.58
存货周转天数	68.69	68.00	67.00	66.00
总资产周转率	2.84	3.22	3.31	3.31
每股指标 (元)				
每股收益	4.23	5.02	5.80	6.53
每股净资产	22.13	25.25	28.80	32.73
每股经营现金流	13.79	5.75	6.07	7.05
每股股利	1.95	2.26	2.61	2.94
估值分析				
PE	18	15	13	12
PB	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	9.04	7.81	6.79	6.21
股息收益率 (%)	2.52	2.91	3.36	3.79

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,975	3,514	4,057	4,570
折旧和摊销	240	295	345	219
营运资金变动	3,585	-1,052	-1,479	-1,358
经营活动现金流	7,212	3,008	3,174	3,687
资本开支	-149	-158	-167	-181
投资	-264	0	0	0
投资活动现金流	-306	-158	-167	-181
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,530	-703	-341	0
筹资活动现金流	-3,174	-2,124	-1,984	-1,686
现金净流量	3,737	726	1,023	1,820

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。	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