

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老凤祥 (600612. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

老凤祥 (600612. SH) 24H1 点评: 利润表现亮眼, 收入略有承压

2024年8月29日

事件: 公司发布 24H1 业绩, 实现收入 399.59 亿元, 同降 0.95%, 归母净利润 14.04 亿元, 同增 10.28%, 扣非归母净利润 14.60 亿元, 同增 12.93%。24Q1/Q2 分别实现收入 256.30/143.29 亿元, 分别同比+4%/-9%, 归母净利润 8.02/6.02 亿元, 分别同比+12%/+8%, 扣非归母净利润 8.35/6.25 亿元, 分别同比+14%/+12%。

点评:

24Q2 收入承压主要系金价上涨较快, 影响了黄金珠宝销售。 24Q2 金价波动较大, 黄金珠宝零售整体受到影响。1) 销售层面, 据国家统计局, 金银珠宝零售额自 2024 年 4 月开始走弱, 4-7 月呈逐月同比下滑趋势, 公司收入表现与行业趋势一致。2) 金价涨幅较大致使加盟商拿货成本增加, 资金压力加大, 对公司销售回款产生一定影响。24Q2 销售商品、提供劳务收到的现金 164.6 亿元, 同降 26%, 24H1 期末应收账款 15.5 亿元, 同比增加 12.4 亿元, 同比增幅 393%, 24H1 经营性现金流净额 51.15 亿元, 同比减少 40.4 亿元, 同降 44%。3) 零售端的承压对开店节奏有一定影响。24H1 期末公司网点数 6022 家 (含境外银楼 15 家), 24H1 净开店 28 家。

利润表现超预期, 我们认为核心来自金价上涨带来的毛利率提升。 24Q2 销售毛利率 10.71%, 同比+1.57pct, 环比 Q1 提升 2.34pct; 24Q2 销售净利率 5.34%, 同比+0.60pct, 环比+1.23pct。

毛销差扩大, 销售、管理费用率同比提升。 24Q2 期间费用率 2.74%, 同比提升 0.48pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.51%/1.05%/0.05%/0.14%, 分别同比+0.12/+0.43/-0.01/-0.07pct。其中, 销售费用率的提升主要系收入承压, 实际 24Q2 销售费用同比略有下降; 24Q2 管理费用由去年同期的 0.98 亿元增长至 1.50 亿元, 增长较多, 主要系下属二级子公司上海老凤祥有限的装修费用增加。

展望下半年, 我们认为公司有望完成全年收入目标、超额完成全年利润目标。 公司 2024 年主要经济指标的预算目标为: 营业总收入 750.07 亿元, 比 2023 年实际完成值增长 5.00%, 归母净利润 23.04 亿元, 比 2023 年实际完成值增长 4.06%。考虑到 24H1 公司利润端获益金价上涨有较好表现, 我们认为在当前金价仍处高位的情况下, 全年维度归母净利润有望实现快于收入的增速表现。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 23.59/24.70/26.03 亿元, 同比增长 6.5%/4.7%/5.4%, 对应 8 月 29 日收盘

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

价 PE 分别为 11/10/10X，24H1 公司在金价剧烈波动的背景下仍然维持稳健经营，且利润表现优异，维持“买入”评级。

风险因素：金价剧烈波动，黄金珠宝消费不及预期，开店不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	63,010	71,436	75,181	79,458	84,000
增长率 YoY %	7.4%	13.4%	5.2%	5.7%	5.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,700	2,214	2,359	2,470	2,603
增长率 YoY%	-9.4%	30.2%	6.5%	4.7%	5.4%
毛利率%	7.6%	8.3%	8.4%	8.1%	8.0%
净资产收益率ROE%	16.8%	19.1%	18.5%	17.6%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	3.25	4.23	4.51	4.72	4.98
市盈率 P/E(倍)	15.18	11.65	10.94	10.45	9.91
市净率 P/B(倍)	2.55	2.23	2.02	1.84	1.68

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 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	25,035	27,770	30,665	
货币资金	5,577	9,318	10,543	12,572	14,675	
应收票据	370	1	2	2	2	
应收账款	442	315	338	215	145	
预付账款	42	53	55	58	62	
存货	16,799	12,328	13,014	13,787	14,594	
其他	1,517	1,031	1,083	1,135	1,187	
非流动资产	1,258	1,287	1,239	1,191	1,136	
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	840	821	809	
资产总计	26,005	24,334	26,274	28,960	31,801	
流动负债	13,463	10,083	9,930	10,451	11,028	
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	574	608	644	
其他	5,755	3,955	3,632	4,019	4,460	
非流动负债	560	516	612	712	812	
长期借款	200	200	300	400	500	
其他	360	316	312	312	312	
负债合计	14,023	10,599	10,542	11,164	11,840	
少数股东权益	1,853	2,161	2,947	3,771	4,639	
归属母公司股东权益	10,128	11,574	12,784	14,026	15,322	
负债和股东权益	26,005	24,334	26,274	28,960	31,801	

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	75,181	79,458	84,000	
同比 (%)	7.4%	13.4%	5.2%	5.7%	5.7%	
归属母公司净利润	1,700	2,214	2,359	2,470	2,603	
同比	-9.4%	30.2%	6.5%	4.7%	5.4%	
毛利率 (%)	7.6%	8.3%	8.4%	8.1%	8.0%	
ROE%	16.8%	19.1%	18.5%	17.6%	17.0%	
EPS(摊薄)(元)	3.25	4.23	4.51	4.72	4.98	
P/E	15.18	11.65	10.94	10.45	9.91	
P/B	2.55	2.23	2.02	1.84	1.68	
EV/EBITDA	7.04	7.67	4.84	4.25	3.67	

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	75,181	79,458	84,000	
营业成本	58,23	65,505	68,897	72,989	77,263	
营业税金及附加	216	257	271	286	302	
销售费用	829	1,054	1,098	1,128	1,176	
管理费用	402	490	489	501	504	
研发费用	31	37	38	41	43	
财务费用	204	141	123	115	98	
减值损失合计	-3	-1	-1	-1	-1	
投资净收益	-66	-158	-150	-95	-84	
其他	-9	173	80	91	102	
营业利润	3,017	3,968	4,195	4,393	4,630	
营业外收支	11	11	11	11	11	
利润总额	3,028	3,979	4,206	4,404	4,641	
所得税	760	1,004	1,061	1,111	1,171	
净利润	2,268	2,975	3,146	3,293	3,471	
少数股东损益	568	761	786	823	868	
归属母公司净利润	1,700	2,214	2,359	2,470	2,603	
EBITDA	3,626	4,417	4,517	4,713	4,940	
EPS(当年)(元)	3.25	4.23	4.51	4.72	4.98	

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	3,242	3,264	3,361	
净利润	2,268	2,975	3,146	3,293	3,471	
折旧摊销	234	240	188	195	201	
财务费用	329	254	234	241	248	
投资损失	66	158	150	95	84	
营运资金变动	-2,027	3,585	-556	-634	-716	
其它	95	-1	79	74	73	
投资活动现金流	-53	-306	-321	-265	-252	
资本支出	-74	-149	-70	-69	-68	
长期投资	12	-264	-50	-50	-50	
其他	9	106	-200	-145	-134	
筹资活动现金流	-2,359	-3,174	-1,696	-971	-1,006	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-1,521	-1,270	200	200	200	
支付利息或股息	-1,418	-1,457	-1,385	-1,471	-1,556	
现金流净增加额	-1,469	3,737	1,225	2,029	2,103	

研究团队简介

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、零售、潮玩板块。

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。

李汶静，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。

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。